

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ

Ocenění podniku
Valuation of the Company

Student: Bc. Silvan Rykala

Vedoucí diplomové práce: Ing. Humlová Vlasta, Ph.D.

Ostrava 2011

„Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracoval samostatně s využitím dále uvedených zdrojů. Přílohy č. 2 - 4 jsou vypracovány na základě výkazů poskytnutých firmou.“

V Ostravě dne 29. dubna 2011

.....

podpis

Rád bych tímto poděkoval Ing. Vlastě Humlové, Ph.D. za odbornou pomoc, cenné rady a vstřícnost při zpracování diplomové práce. Vřelé poděkování patří majitelům firmy ZK Design a. s., bez kterých by tato práce nemohla vzniknout.

Obsah

1	Úvod	1
2	Teoreticko-metodologická východiska	2
2.1	Důvody pro ocenění podniku	2
2.2	Přístupy k oceňování podniku	3
2.2.1	Tržní hodnota	3
2.2.2	Subjektivní (investiční) ocenění	4
2.2.3	Objektivizovaná hodnota	4
2.2.4	Kolínská škola	5
2.3	Doporučený postup při oceňování podniku	5
2.3.1	Sběr vstupních dat	6
2.3.2	Strategická analýza	7
2.3.3	Finanční analýza (FA), bankrotní a bonitní modely	7
2.3.4	Analýza fondů finančních prostředků	11
2.3.5	Poměrové ukazatele	12
2.3.6	Kralickův rychlý test (bonitní model)	18
2.3.7	IN95 (bankrotní model)	19
2.3.8	IN05 (bankrotní model)	20
2.3.9	Tafflerův model (bankrotní model)	20
2.3.10	Finanční plán	21
2.4	Techniky pro ocenění podniku	22
2.4.1	Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF)	23
2.4.2	Postup metody DCF entity	24
2.4.3	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	27
2.4.4	Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)	29
2.4.5	Metody založené na analýze trhu	30
2.4.6	Ocenění na základě analýzy majetku	31
3	Charakteristika podniku	33

4	Analytická část	35
4.1	Ukazatele FA.....	35
4.1.1	Analýza extenzivních ukazatelů	35
4.1.2	Analýza fondů finančních prostředků	42
4.1.3	Poměrové ukazatele	43
4.1.4	Bankrotní a bonitní modely	53
4.2	Strategická analýza	56
4.2.1	Charakteristika české ekonomiky	56
4.2.2	Charakteristika odvětví	58
4.2.3	Další rozbor podniku – predikce potenciálů s přihlédnutím k mikroprostředí... 59	
4.3	Ocenění podniku	61
4.3.1	Finanční plán	61
4.3.2	Určení průměrných nákladů kapitálu WACC	63
4.3.3	Určení nákladů vlastního kapitálu	64
4.3.4	Účetní hodnota na principu historických cen.....	65
4.3.5	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	65
4.3.6	Ocenění na základě EVA.....	68
4.3.7	Metoda diskontovaného čistého cash flow	69
5	Zhodnocení výsledků.....	71
6	Závěr.....	73
	Seznam použité literatury.....	75
	Seznam zkratk	77
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	79
	Seznam příloh.....	80

1 Úvod

Oceňování podniků je v dnešním turbulentním a globalizujícím se světě důležitou problematikou, která by neměla být opomíjena. Ekonomická sféra je neustále formována přesuny kapitálu mezi světadíly a podniky samotnými. Přihlédnutím k faktu, že zdroje jsou omezenými, vyvstává otázka správné alokace kapitálu takovým způsobem, jenž podnikům umožní optimálního dosažení cíle.

Impulem pro hromadnější rozšíření oceňování podniku v České republice byl přechod z centrálně plánovaného hospodářství na tržní ekonomiku. V předchozím ekonomickém režimu nebyla vysoká potřeba zjišťovat tržní hodnotu podniku. Pracovalo se s hodnotami účetními a centrálně stanovenými. Zrod nového tržního hospodářství přinesl problematiku privatizací, fúzí, akvizic, objevování nových trhů, náročnější konkurenční prostředí, zvýšené koncentrace kapitálu aj. - podnik se stává předmětem obchodu.

Oceňujeme-li podnik, je zapotřebí na něj nahlížet jako na individuální a méně likvidní aktivum. Stanovení hodnoty podniku je celistvý proces, který se může lišit dle účelu ocenění podniku, zkušeností a znalostí oceňovatele a např. dostupné informační báze. Odlišnosti mohou nastat nejenom v samotném procesu ocenění, ale také ve výsledné hodnotě podniku určené oceňovatelem. Můžeme říci, že neexistuje jediné správné a obecné platné ocenění podniku, tudíž nelze ani tvrdit, že existuje jediný a jedinečný správný model pro ocenění. Důvod můžeme hledat ve faktu, že podnik sám o sobě nemá žádnou objektivně zdůvodnitelnou, nezávislou a zdokumentovanou hodnotu. Nejdůležitější roli ve vlastním oceňování podniku sehrává již zmíněný účel ocenění a osoba oceňovatele.

Cílem diplomové práce je aplikovat vybrané metody pro oceňování podniku za účelem syntézy výstupů těchto metod. Určení objektivní hodnoty podniku ZK Design, a. s. bude provedeno syntézou výsledků metod pro ocenění podniku s přihlédnutím k finančnímu zdraví podniku, vycházejícího z finanční analýzy a vybraných bankrotních a bonitních modelů. Kvalitativní pohled na ocenění podniku bude také odvozován ze strategické analýzy, která spočívá v analýze makroekonomických ukazatelů (včetně rozboru odvětví působnosti podniku) a potencionálů podniku vyplývajících z mikroprostředí podniku. Oceňování podniku bude provedeno pro potřeby vlastníků a managementu společnosti ZK Design, a. s.

2 Teoreticko-metodologická východiska

Účelem ocenění podniku je stanovení hodnoty podniku. Při oceňování se na podnik pohlíží jako na zboží, které je určeno ke směně. Je důležité si uvědomit, že podnik nemá žádnou objektivní, tzn. zdokumentovanou, zdůvodnitelnou a na okolnostech nezávislou hodnotu. Není tedy možno určit jediné, správné a obecně platné ocenění. Ocenění je ovlivňováno kvalitou a množstvím dostupných informací, účelem ocenění, zkušenostmi odhadce, apod. [8, 13]

Definice podniku

Ve velmi obecné rovině můžeme podnikem rozumět autonomní subjekt, jenž vytváří produkci, za účelem uspokojení potřeb, pro jejíž účely byl podnik založen. Pro ocenění podniku má však největší význam definice dle obchodního zákoníku, kde je podnik definován v §5 takto: [4]

*„Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.“*¹

2.1 Důvody pro ocenění podniku

Ocenění samotné je službou, kterou požaduje zákazník a která mu přináší užitek. Užitek z ocenění podniku je spjat s cílem, pro který má ocenění sloužit. Cíle mohou být různorodého charakteru a vycházet z odlišných podnětů: [17]

- a) koupě a prodej podniku,
- b) splynutí a sloučení obchodních společností,
- c) vklad podniku do nově zakládané obchodní společnosti,
- d) změna právní formy obchodní společnosti,
- e) uvádění společnosti na burzu,

¹ Obchodní zákoník, zákon č. 513/1991 Sb.

- f) poskytování úvěru,
- g) rozhodování o možnostech sanace a likvidace,
- h) hodnocení reálné (tj. nikoli účetní) bonity podniku,
- i) náhrada za vyvlastnění,
- j) placení různých daní aj.

2.2 *Přístupy k oceňování podniku*

Přístupů k oceňování podniku je několik a můžeme je rozdělit do základních kategorií. Ocenění může být provedeno na základě tržní hodnoty, subjektivní hodnoty, objektivizované hodnoty a na základě komplexního přístupu Kolínské školy. Kategorie vycházejí z toho, kolik je v obecné rovině zájemce ochoten zaplatit za prodáváný podnik a za jakou sumu může být podnik prodán na trhu všeobecně. Dalším pohledem v rámci přístupů k oceňování je, hledisko hodnoty pro konkrétního kupujícího. Jednotlivé přístupy si nyní popíšeme podrobněji.

2.2.1 **Tržní hodnota**

„Tržní hodnota je odhadovaná částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi koupěchtivým kupujícím a prodejchtivým prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“²

Tržní hodnotu lze chápat jako hodnotu trhem uznané použitelnosti, nežli čistě fyzického stavu. Použitelnost aktiva uznávaná trhem a použitelnost aktiva pro podnik se pak může lišit a můžeme vyvozovat rozdíl mezi tržní a individuální hodnotou.[17]

Tržní hodnota mimo výše uvedené obsahuje důležitý předpoklad **nejlepšího možného využití**, které je v mezinárodních oceňovacích standardech definováno jako: [15]

² MAŘÍK, M. *Určování hodnoty firem*. 1.vyd. Praha: Ekopress, 1998. S. 12.

„Nejpravděpodobnější použití majetku, které je fyzicky možné, odpovídajícím způsobem oprávněné, právně přístupné, finančně proveditelné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku.“³

2.2.2 Subjektivní (investiční) ocenění

Stěžejní otázkou, kterou si oceňující pokládá a na kterou odpovídá subjektivní ocenění, zní: **Jakou hodnotu má podnik z hlediska konkrétního kupujícího?**

Subjektivní ocenění je založeno na individuálním názoru účastníků transakce. Hodnota je tvořena očekávanými užitky z majetku pro konkrétního účastníka transakce (současný vlastník, kupující, prodávající apod.).

Subjektivní (Investiční) hodnota, je definována i v Mezinárodním oceňovacím standardu č. 2: [15]

„Investiční hodnota (Investment Value or Worth) je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“⁴

2.2.3 Objektivizovaná hodnota

Dle německých oceňovacích standardů můžeme objektivizovanou hodnotu definovat jako:

„Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.“⁵

³ International Valuation Standards 2005, S. 28-29 (kapitola General Valuation Concepts and Principles, odst. 6), S. 85 (kapitola International Valuation Standard 1, odst. 3.4)

⁴ International Valuation Standards 2005, S. 94 (kapitola International Valuation Standard 2, odst. 3.2)

⁵ IDW S 1

Objektivizovaná hodnota odpovídá na otázku: **Jakou hodnotu je možné považovat za relativně nespornou?** [15]

Smyslem je ocenit jednotlivé složky aktiv, tzv. substanční hodnotu podniku. Substancí se rozumí podstata podniku, tj. souhrn veškerých aktiv významných pro zajištění nepřerušované činnosti podniku.

2.2.4 Kolínská škola

Kolínská škola je založena na subjektivním postoji a zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má toto ocenění pro koncového uživatele. Obecné funkce oceňování jsou tyto:

- a) funkce poradenská – smyslem je poskytnout informace o minimální a maximální ceně;
- b) funkce rozhodčí – podstatou je funkce nezávislého oceňovatele, rozhodčího, ten by měl odhadnout hraniční hodnoty účastníků transakce a nalézt spravedlivou hodnotu v rámci odhadnutého rozpětí;
- c) funkce argumentační – v této funkci hledá oceňovatel argumenty pro zlepšení pozice dané strany, argumenty slouží jako podklad pro jednání;
- d) funkce komunikační – náplní je zajištění a poskytnutí podkladů pro komunikaci s bankami, investory, věřiteli, veřejností;
- e) funkce daňová – funkce pro potřeby daňových účelů. [15]

2.3 Doporučený postup při oceňování podniku

Před samotným zahájením oceňování je nutné si mimo jiné uvědomit, za jakým účelem bude ocenění prováděno a jaká hodnota by měla být výsledkem ocenění. Následně je volba technik a postupů přizpůsobena účelu, funkcím, které má ocenění splnit.

Obecný a doporučený postup se skládá z několika kroků [15]:

1. Sběr vstupních dat,
2. Analýza dat:
 - Strategická analýza,
 - Finanční analýza (za účelem zjištění finančního zdraví podniku),
 - Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná
 - Analýza a prognóza generátorů hodnoty

- Orientační ocenění na základě generátorů hodnoty
3. Sestavení finančního plánu,
 4. Ocenění:
 - Volba metody,
 - Ocenění podle zvolených metod,
 - Souhrnné ocenění.

2.3.1 Sběr vstupních dat

Pro relevantnost ocenění jsou důležitá vstupní data, která lze rozdělit do následujících skupin:

- **základní data identifikující podnik** - jako je název, právní forma, IČ, předmět podnikání (např. dle třídění OKEČ);
- **ekonomická data** - účetní výkazy posledních let, výroční zprávy, zprávy auditorů atd.;
- **vymezení relevantního trhu** - trh, na kterém se podnik pohybuje, vývoj a faktory vývoje tohoto trhu, velikost trhu, segmentace trhu, faktory vývoje trhu;
- **konkurenční struktura relevantního trhu** - hlavní přímí konkurenti, možné substituty, bariéry vstupu do odvětví, poměr sil oceňovaného podniku vůči dodavatelům a odběratelům;
- **odbyt a marketing** - data o struktuře odbytu v časových řadách, hlavní produkty, cenová politika, hlavní odbytové cesty, reklama, velikost a struktura výdajů, věda a výzkum včetně výdajů souvisejících;
- **výroba a dodavatelé** - řízení kvality, certifikáty kvality, charakter výroby, úroveň technologií, využití kapacit, stav dlouhodobého majetku, investice prováděné v minulosti a investiční plány do budoucnosti, struktura dodavatelů, logistická úroveň;
- **pracovníci podniku** - struktura pracovníků, situace na trhu práce, fluktuace pracovníků, produktivita práce, personální náklady. [15]

2.3.2 Strategická analýza

Existence podniku na trhu a jeho rozvoj nezávisí pouze na vnitřním potenciálu, ale také na okolním prostředí, ve kterém podnik působí. Kvalitativní rámec pro plánování budoucího vývoje by měl být výsledkem strategického posouzení a to včetně šancí a rizik na trhu, intenzity konkurence a konkurenční síly. Ze strategické analýzy by také mělo být čitelné, zda zvolená podniková strategie spojuje silné stránky podniku se skutečnými šancemi v příslušném tržním prostředí.

Kvalitativní analýza neposkytuje přesná procenta změn budoucích finančních parametrů, je však vhodná pro zlepšení představy oceňovatele o reálnosti čísel ve finančních plánech a finančním ocenění podniku.

Strategické ocenění podniku by se mělo zaměřit asi na složky typu: oblast činnosti podniku, schopnosti podniku ve srovnání s konkurencí, struktura nákladů, dosavadní strategie a podniková kultura. [16]

2.3.3 Finanční analýza (FA), bankrotní a bonitní modely

K nejdůležitějším nástrojům finančního řízení patří bezesporu finanční analýza. Finanční analýza se využívá i pro účely ocenění podniku, zde je důležitá pro zjištění finančního zdraví podniku a s tím souvisejícího ohodnocení.

Obečně je analýza pro oceňování užitečná u:

- prověření minulých dat, ze kterých vychází ocenění,
- doplnění informací o celkové finanční situaci k vypočítané hodnotě podniku;
- oceňovací metody, které vyžadují sestavení finančního plánu – zde je analýza východiskem k sestavení finančního plánu;
- úprav výsledné hodnoty podniku dle závěrů finanční analýzy. [16]

Za základní a výchozí zdroj informací pro FA můžeme považovat firemní výkazy, které klasicky slouží pro potřebu managementu, akcionářů, investorů, věřitelů aj. Budeme potřebovat základní účetní výkazy, a sice konkrétně rozvahu, výkaz zisku a ztráty, výkaz cash flow.

K doplnění finanční analýzy a posouzení finančního zdraví slouží i bankrotní a bonitní modely, které budou dále podrobněji rozebrány.

Rozvaha (balance)

Primárním účelem rozvahy je přehledné zobrazení majetku podniku v peněžním vyjádření. Rozvaha je obrazem stavu majetku podniku (aktiv) a zdrojů krytí majetku podniku (pasiv). Základem rozvahy je bilanční rovnice, kde **celková aktiva** na jedné straně = **celková pasiva** na straně druhé. Rozvaha je vždy sestavována k určitému časovému okamžiku – jedná se o pohled statický.

Rozvah existuje několik typů – zahajovací při založení podniku, počáteční na počátku účetního období a rozvahy konečné sestavované na konci účetního období nebo při ukončení činnosti podniku. Pro účely FA budeme pracovat s rozvahou konečnou za jednotlivá účetní období.

Rozvaha je považována za základní finanční dokument podniku. Používá se pro FA, ocenění podniku, řízení a rozvoj majetkově-finanční stability podniku aj. [1]

Výkaz zisku a ztráty (VZZ)

VZZ slouží k zachycení skladby nákladů a výnosů včetně hodnoty hospodářského výsledku v peněžním vyjádření za konkrétní účetní období (zpravidla 1 rok). VZZ neposkytuje informace o reálných příjmech či výdajích podniku.

Pro VZZ platí tento vztah:

$$\text{vyfakturované výnosy (tržby, obrat)} - \text{náklady} = \text{zisk/ztráta}^6$$

Ze vztahu pro VZZ je patrné, že podnik chtějící dosáhnout zisku je prioritní snaha maximalizace tržeb při minimalizaci nákladů. Pro investory rozhodující se, zda podnik koupí či nikoliv, může VZZ posloužit jako informační podklad o dosažení či nedosažení zisku.

VZZ pracuje s několika druhy hospodářských výsledků (budeme hovořit jako o ziscích). Níže jsou uvedeny některé z nich včetně postupu výpočtu jednotlivých zisků; [1]:

⁶ KOLEKTIV. *Finanční řízení v praxi*. 1. vyd. Praha: 3 x 3, 1998. S. 27.

Hospodářský výsledek za účetní období („čistý zisk“); EAT (Earning after taxes)

+ daň z příjmů za mimořádnou činnost

+ daň z příjmů za běžnou činnost

= Zisk před zdaněním; EBT (Earnings Before Taxes)

+ nákladové úroky

= Zisk před úroky a zdaněním; EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)

Výkaz cash flow (CF)

Výkaz o peněžních tocích (angl. cash flow) slouží k zobrazení peněžních toků (změny stavu peněžních prostředků formou přírůstků a úbytků) souvisejících s ekonomickou činností podniku za určité období. Nevztahuje se k určitému datu, ale obsahuje tzv. tokové veličiny. Ve výkazu CF je kromě změny stavu finančních prostředků zachycena i příčina této změny. CF je založen na sledování příjmů a výdajů peněžních prostředků (na rozdíl od VZZ, který sleduje náklady a výnosy). Výkaz může posloužit také jako informační podklad o investiční aktivitě podniku. [16]

CF informuje o:

- likviditě podniku,
- vytvoření a spotřebě peněžních prostředků,
- netypických zdrojích či výdajích peněžních prostředků v podniku za dané období,
- počtu a druhu investic realizovaných ze zisku,
- ne/produktivním ne/využívání volných peněžních prostředků,
- budoucím vývoji CF (umožňuje manažerům lepší predikci budoucího vývoje a tím CF slouží i jako podklad pro budoucí finanční plány podniku).

Analýza extenzivních ukazatelů [1, 19]

Analýza extenzivních ukazatelů je většinou prvním krokem finanční analýzy a obsahuje horizontální a vertikální analýzu. Tyto postupy umožňují vytvořit si pohled na vazby a vzájemnou ovlivnitelnost jednotlivých položek účetních výkazů.

Horizontální analýza

Horizontální analýza bývá také nazývána analýza trendů a provádíme ji srovnáním jednotlivých položek výkazů v čase po řádcích. Pomocí horizontální analýzy lze predikovat vývoj jednotlivých položek výkazů v budoucnosti (za jinak neměnných podmínek). Minimum pro aplikaci analýzy jsou údaje za dvě účetní období, optimum pak pro předpověď trendů údaje za pět a více období.

Analýza sleduje absolutní (1) a procentní (2) změny v rámci jednotlivých položek výkazů. Při interpretování analýzy se zkoumají absolutní i procentní změny současně a sledují se vzájemné souvislosti a změny položek ve výkazech.

Procentní analýza (vertikální analýza)

Procentní analýzy zobrazuje procentní podíl vztažený k jediné pevné základně u jednotlivých položek účetních výkazů. Základna samotná nabývá hodnoty 100 %. U analýzy rozvahy jsou za základnu používána celková aktiva a celková pasiva. VZZ používá jako základ položku tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb (případně celkový obrat, velikost celkových tržeb) – všechny položky výkazů jsou pak vyjádřeny procentem z velikosti tržeb, celkového obratu, celkových výnosů podniku. Analýza je vhodná pro srovnání podniků s různou velikostí, je ulehčeno srovnání účetních výkazů s minulými účetními obdobími. Procentní analýza se zpracovává ve sloupcích v rámci jednotlivých let, která pak můžeme mezi sebou porovnávat a sledovat vzájemné vazby mezi položkami výkazů. Za výhodu procentní analýzy můžeme považovat nezávislost na vlivu meziroční inflace.

2.3.4 Analýza fondů finančních prostředků

Fondy FA chápeme jako ukazatele vypočítané jako rozdíl položek určitých položek aktiv a pasiv (na rozdíl od charakteristiky fondů v účetnictví (fond = zdroj krytí aktiv). Mezi analýzy fondů finančních prostředků patří tyto analýzy:

- Analýza čistého pracovního kapitálu
- Analýza čistě peněžně pohledávkového fondu
- Analýza čistých pohotových prostředků.

V diplomové práci se budeme zabývat pouze analýzou čistého pracovního kapitálu (s ohledem na základnu informací k provedení analýzy).

Analýza čistého pracovního kapitálu (ČPK)

ČPK vyjadřuje platební schopnost podniku – likviditu. Vyjádřením analýzy jsou oběžná aktiva, která jsou financována z dlouhodobého kapitálu, respektive dlouhodobými zdroji krytí. V podstatě analýza vyjadřuje oběžná aktiva, která jsou snížena o závazky podniku s brzkou dobou splatností - do 1 roku. Výsledná hodnota ukazatele je znázorněna v peněžních jednotkách, tedy absolutně. Likvidita podniku je tím větší, čím větší je hodnota ukazatele a tím menší jsou výnosy z krátkodobých aktiv. Je-li výsledná hodnota ukazatele záporná, jedná se o tzv. nekrytý dluh - část stálých aktiv je kryta krátkodobými zdroji. Za kritickou hodnotu lze považovat, pokud je výsledek ukazatele roven nule – oběžná aktiva jsou kryta pouze krátkodobými zdroji. Samotnou analýzu čistého pracovního kapitálu je při interpretaci výsledků vhodné doplnit poměrovými ukazateli likvidity. Při výpočtu ČPK si v diplomové práci vystačíme s vzorcem (3), který pro výpočet ČPK odečítá krátkodobá pasiva od oběžných aktiv. Vzorců pro výpočet je více a jejich modifikace jsou uvedeny v příloze č. 1, konkrétně se jedná o vzorce (4, 5).

2.3.5 Poměrové ukazatele

Poměrové ukazatele poměřují položky účetních výkazů tak, aby mezi položkami byly smysluplné vazby a ukazatele vykazovaly užitou vypovídací schopnost. Tyto ukazatele umožňují mezipodnikové srovnání a srovnání s odvětvovým průměrem. Interpretace výsledků je závislá na ekonomickém okolí podniku, na možné sezónnosti výroby, na exportu výrobků aj. Významnost poměrových ukazatelů spočívá v jednotlivých soustavách ukazatelů, do kterých se jednotlivé poměrové ukazatele agregují (likvidita, rentabilita aj.). Ukazatele je možno uspořádat do pyramidového tvaru, kde ukazatele mají vzájemnou návaznost a lze tak sledovat jejich vazby. Metodou pro takové zobrazení může být např. Du pontův pyramidový rozklad ukazatelů. V následujícím textu si jednotlivé vybrané poměrové ukazatele přiblížíme [21], [11] a [1].

Pro výpočet poměrových ukazatelů se využívá více druhů hospodářských výsledků (v diplomové práci uvažujeme o ziscích), konkrétně se jedná o tyto:

- Čistý zisk (zisk po zdanění) = earning after tax; (EAT); VH z VZZ
- Zisk před zdaněním = earning before tax; (EBT)
- Zisk před úroky a zdaněním = earning before interest and tax; (EBIT)

Výpočet jednotlivých druhů zisků si můžeme přehledně zobrazit následujícím způsobem:

Hospodářský výsledek za účetní období („čistý zisk“); EAT (Earning after taxes)

+ daň z příjmů za mimořádnou činnost

+ daň z příjmů za běžnou činnost

= **Zisk před zdaněním; EBT** (Earnings Before Taxes)

+ nákladové úroky

= **Zisk před úroky a zdaněním; EBIT** (Earnings Before Interest and Taxes)

UKAZATELE RENTABILITY

Rentabilita podniku znamená schopnost kapitálu podniku vytvářet zisk, respektive vyjadřuje, kolik korun hospodářského výsledku získáme z 1 koruny kapitálu. Ukazatelé rentability poměřují zisk k různým veličinám a čerpají data z rozvahy i VZZ, jsou to tzv.

mezivýkazové ukazatele. Ukazatele rentability poskytují informace o celkové efektivnosti podniku, výdělečné schopnosti podniku, o zhodnocení vloženého kapitálu, o intenzitě produkce podniku a schopnosti vytvářet nové zdroje. Za vhodný výsledek těchto ukazatelů se považuje rostoucí charakter v průběhu času.

Rentabilita vloženého kapitálu (ROI)

Angl. return on investment vypovídá o účinnosti kapitálu vloženého do podniku a to bez ohledu na zdroje financování kapitálu.

„Ukazatel (6) vyjadřuje kolik korun hospodářského výsledku, připadá na každou korunu investovanou do podniku.“⁷ (Jedná se o tzv. čistou rentabilitu podniku.)

Rentabilita aktiv (ROA)

ROA (7) vypovídá o hrubé rentabilitě, odpovídá na otázku, jaká je rentabilita podniku bez existence daně ze zisku. Je použitelná k porovnání podniků v různých zemích světa s odlišnými daňovými režimy [19].

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)

ROE (8) je pokládán za klíčový ukazatel pro investory a vlastníky podniku. Ukazatel vyjadřuje výdělek z kapitálu, který byl do podniku vložen, a to přes vytvořený zisk. Proto, aby byl podnik pro investora nebo vlastníka nadále zajímavý a smysluplný, je nutné, aby hodnota ukazatele byla vyšší než výnosnost cenných papírů garantovaných státem [19].

⁷ BEŇOVÁ, K. *Podnikové finance*. 1. vyd. Ostrava: Vysoká škola podnikání v Ostravě, 2005. S. 82.

Rentabilita tržeb (ROS)

Ukazatel (9) má vypovídací schopnost v oblasti úspěšnosti podniku na trhu a vychází z posuzování hlavní činnosti podniku. Používá se pro jednoduché mezipodnikvé srovnání. Počítá se jako poměr EAT (9), EBT (10) nebo EBIT (11) ku tržbám. Při použití EAT (9) se hovoří o ziskovém rozpětí po zdanění, za použití EBT (10) se jedná o ziskové rozpětí před zdaněním a při použití EBIT (11) ukazatel pracuje s provozním ziskovým rozpětím po zdanění.

Rentabilita nákladů (ROC)

Ukazatel ROC (12) slouží jako doplňkový ukazatel ROS, podává informace o schopnosti produkce podniku na jednotku nákladů.

UKAZATELE AKTIVITY (OBRATU)

Do této skupiny ukazatelů řadíme ukazatele obratu a z nich vycházející ukazatele doby obratu. Ukazatele informují o efektivnosti a schopnosti využití aktiv a pracovního kapitálu. Měří se jimi rychlost obratu jednotlivých položek a hodnotí se vázanost kapitálu v jednotlivých položkách. Vyšší hodnoty ukazatele obratu znamenají lepší zacházení podniku s aktivy (nedochází ke zbytečnému držení aktiv a nákladů souvisejících). V této skupině ukazatelů se počítá obrátka, tzn. kolikrát za sledované období (rok) se daná položka využije k podnikatelské činnosti. Lze spočítat i dobu obratu položky, respektive jak dlouho trvá jedna obrátka (ve dnech).

Obrat celkových aktiv

Ukazatel obratu celkových aktiv (13) odpovídá na otázku, kolikrát se celková aktiva v podniku obrátí za dané období (1 rok). Tento ukazatel také hodnotí využití celkového kapitálu.

Doba obratu krátkodobých závazků

Doba obratu krátkodobých závazků (14) je využitelná pro řízení závazků. Podává informace o tom, jak dlouho trvá podniku, než splatí své krátkodobé závazky. Tento ukazatel by měl nabývat větších hodnot než doba obratu pohledávek.

Obrátka a doba obratu pohledávek

Obrat (obrátko) pohledávek (15) říká, kolik bylo uskutečněno obrátek za dané období (nejčastěji 1 rok). Vyjadřuje rychlost transformace pohledávek do hotovosti. Pro podnik je žádoucí, aby ukazatel nabýval vysoké hodnoty.

Doba obratu pohledávek (16) určuje dobu (ve dnech), po kterou je průměrně majetek podniku ve formě pohledávek. Respektive vyjadřuje průměrnou dobu inkasa pohledávek. Podnik se snaží hodnotu doby obratu pohledávek minimalizovat.

Obrátka a doba obratu zásob

Ukazatel obratu zásob (obrátko); (17) vypovídá o počtu přeměn zásob na jinou formu oběžných aktiv za sledované období. Nejčastěji je sledovaným obdobím 1 rok. Přeměna zásob na jinou formu aktiv může probíhat od prodeje výrobků, až do návratu do stavu zásob nákupem. Výsledek tedy odpovídá na otázku, kolikrát se zásoby v podniku „obrátní“ za jeden rok. Podnik se tuto hodnotu snaží maximalizovat.

Doba obratu zásob (18) podává informaci o tom, jak dlouho trvá jeden výše uvedený koloběh („obrátko“) zásob ve dnech, respektive jak dlouhou dobu (nejčastěji ve dnech) jsou oběžná aktiva vázána v zásobách. Podnik by se měl snažit o minimalizaci ukazatele, tedy o co nejmenší počet dnů doby obratu.

Ukazatel obratu zásob i doby obratu zásob vyjadřuje, s jakou intenzitou jsou využívány zásoby podniku. Extrémně rychlý obrat zásob nemusí být vždy pozitivní, naopak může vypovídat o podkapitalizaci podniku a nedostatečných prostředcích pro zajištění výroby, uspokojení potřeb odběratelů apod.

UKAZATELE LIKVIDITY

Ukazatele likvidity varují podnik důležitými signály o platební schopnosti podniku. *Odvozují solventnost (likviditu) podniku od poměru nejlikvidnější skupiny podnikových aktiv, tj. oběžných aktiv, ke krátkodobým závazkům splatným do jednoho roku.*⁸

*Likvidita je vyjádřením schopnosti podniku přeměnit svá aktiva na peněžní prostředky a těmi krýt včas, v požadované podobě a na požadovaném místě všechny splatné závazky.*⁹

Rozlišujeme tři úrovně likvidity:

- **Likvidita prvního stupně (L1); (19)**

- Je známá pod názvem okamžitá likvidita, případně solventnost.
- Vypočte se jako poměr hotovosti ku krátkodobému cizímu kapitálu, s tím, že do hotovosti řadíme peníze v pokladně, na běžných a jiných účtech, šeky a jiné ceniny.
- je doporučeno, aby ukazatel nabýval hodnot v intervalu od 0,1 do 0,2 (od 10 % do 20 %).

- **Likvidita druhého stupně (L2); (20)**

- poměřuje hotovost jako u předchozího ukazatele a připočítává k této hotovosti navíc krátkodobé pohledávky; součet následně srovnává s krátkodobým cizím kapitálem; kromě okamžité likvidity hotovosti je zde tedy rozšířena likvidita o krátkodobé pohledávky, které jsou považovány za poměrně rychle proměnitelné v hotovost.
- hodnota ukazatele by se měla pohybovat mírně nad 1 (100 %).

- **Likvidita třetího stupně (L3); (21)**

- označována jako celková likvidita.
- Jsou poměřována oběžná aktiva ku krátkodobému cizímu kapitálu; oproti ukazateli L2 je L3 rozšířen v čitateli zlomku o zásoby.
- hodnota ukazatele by se měla pohybovat mezi 1,5 – 2,5 (150 – 250 %).

Vysoké hodnoty ukazatelů signalizují pravděpodobnost vysokého podílu běžných aktiv, které snižují rentabilitu podniku.

⁸ MRKVIČKA, J.; KOLÁŘ, P. *Finanční analýza*. 2. přeprac. vyd. Praha: ASPI, 2006. S. 75.

⁹ KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2004. S. 88.

UKAZATELE ZADLUŽENOSTI

Vypovídací schopnost těchto ukazatelů ukazuje rozsah financování podniku dluhem, vychází z relace mezi cizími a vlastními zdroji financování podniku. Zadluženost sama o sobě není vždy nežádoucí. Růst zadluženosti může podpořit celkovou rentabilitu podniku (rentabilitu vlastního kapitálu). Přispívá tak k rostoucí tržní hodnotě podniku, avšak na úkor finanční stability podniku. Při sledování těchto ukazatelů nesmíme opomenout existenci leasingů v podniku. Leasing je nákladem, který se objevuje ve VZZ, rozvaha se o něm nezmiňuje. Podnik, který podle vztahu vlastního a cizího kapitálu vypadá nezadluženě, může být díky leasingu silně zadlužen.

Koeficient samofinancování

Koeficient samofinancování (22) vypovídá o způsobu financování aktiv podniku. Ukazatel se používá pro sledování dlouhodobé podnikové stability. Vysoká hodnota tohoto koeficientu znamená, že podnik je vysoce finančně stabilní. Tato situace ovšem také znamená, že podnik financuje aktiva vlastním kapitálem. Vzhledem ke stabilitě podniku je financování aktiv vlastním kapitálem výhodné, avšak vlastní kapitál je nejdražším zdrojem financování podniku, díky čemuž klesá rentabilita podniku. Nízká hodnota koeficientu naznačuje riziko úpadku podniku a pro investory vyšší míru zisku. Ukazatel by neměl nabývat hodnot pod 30 %. Za neefektivní je považováno krytí většiny potřeb podniku vlastními zdroji.

Ukazatel celkové zadluženosti (ukazatel věřitelského rizika)

Tento ukazatel (23) je významný pro věřitele, kterým podává informace o případné platební neschopnosti respektive o finanční úrovni podniku. Koeficient samotný je doplňkem ke koeficientu samofinancování (koeficient samofinancování + ukazatel celkové zadluženosti = 1 (100 %)). Pro podnik je vhodné, aby se hodnoty ukazatele pohybovaly do 60 %. Hodnoty nad 70 % jsou již považované za neuspokojivé. Vysoké procento (stupeň) zadluženosti může v podniku zapříčinit vytváření rezerv, které jsou vykazovány jako cizí zdroje a jsou vytvářeny na vrub nákladů.

Ukazatel úrokového krytí

Úrokové krytí (24) vyjadřuje kolikrát je podnik schopen vytvořeným ziskem převýšit podnikem placené úroky. Ukazatel využijí hlavně akcionáři, které informuje o schopnosti podniku splácet závazky z úroků. Je užitečným ukazatelem i pro věřitele, kterým naznačuje, zda a jak jsou v případě likvidace podniku zajištěny jejich nároky. Za kritickou hranici ukazatele se označuje hodnota 3, bezproblémovou je pak označována hodnota 8. Čím větší je hodnota ukazatele, tím lépe.

Bankrotní a bonitní modely

K doplnění predikční schopnosti FA je vhodné využít bankrotních a bonitních modelů. FA sama o sobě v případě použití mnoha ukazatelů predikci a hodnocení finanční situace podniku komplikuje, v případě použití poměrových ukazatelů není ani metodou dostatečně průkaznou. Z tohoto důvodu byly vyvinuty modely bankrotní a bonitní. Modely se opírají o předpoklad soustředění silných a slabých stránek finančního zdraví podniku do jednoho syntetického ukazatele. Ukazatel signalizuje aktuální stav finančního zdraví podniku a pomáhá napovědět, zda v případě úpadku podniku bude možné situaci zvrátit či nikoliv.

Bankrotní modely odpovídají na otázku, zda podniku v budoucnu bude čelit možnosti bankrotu. Vypovídací schopnost modelů je také soustředěna na způsobilost podniku vyhovět svým závazkům. Bonitní modely informují o kvalitě podniku ve vztahu k výkonnosti podniku. V praxi se je možné využít větší množství těchto modelů, avšak v diplomové práci budeme podnik analyzovat pouze pomocí několika vybraných modelů.

2.3.6 Kralickův rychlý test (bonitní model)

Jedná se o relativně rychlý test s dobrými vypovídacími schopnosti na základě ukazatelů, které nepodléhají rušivým vlivům. Ukazatelé Kralickova rychlého testu reprezentují celý potenciál rozvahy a VZZ vyčerpávajícím způsobem. Test používá ukazatelů R1 (25), R2 (26), R3 (27), R4 (28).

Výsledné hodnoty ukazatelů se obodují podle následující tabulky:

Tab. 3.3.6.1 Bodování výstupů Kralickova rychlého testu

	0 bodů	1 bod	2 body	3 body	4 body
R1	< 0	0 – 0,1	0,1 – 0,2	0,2 – 0,3	> 0,3
R2	< 3	3 – 5	5 – 12	12 – 30	> 30
R3	< 0	0 – 0,08	0,08 – 0,12	0,12 – 0,15	> 0,15
R4	< 0	0 – 0,05	0,05 – 0,08	0,08 – 0,1	> 0,1

Zdroj: RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi*. 1. vyd. Praha:

Grada Publishing, 2007. S. 81.

Máme-li výstupy ukazatelů testu obodované, provedeme hodnocení podniku na základě následujících vzorců:

- Hodnocení finanční stability (FS); (29)
- Hodnocení výnosové situace (VS); (30)
- **Hodnocení celkové situace (CS); (31)**

Nížší hodnoty než 1 signalizují špatný podnik s problémy ve finančním hospodaření. Hodnoty pohybující se mezi 1 – 3 náleží do tzv. šedé zóny. Hodnoty vyšší než 3 informují o podniku s výbornou bonitou, bez problémů s finančním hospodařením a celkově podnik ve velmi dobrém stavu ve sledované oblasti.

2.3.7 IN95 (bankrotní model)

IN95 je český bankrotní index Inky a Ivana Neumaierových. V literaturách se můžeme setkat s označením index důvěryhodnosti. Index byl sestrojen pro hodnocení finančního rizika podniků působících v ČR z pohledu světových ratingových agentů. IN95 (32) přihlíží ke specifickým podmínkám ekonomické situace v ČR a je založen na vstupech českých účetních výkazů. Do rovnice zadáváme ukazatele v podobě desetinných čísel. V1-V6 jsou koeficienty – V1, V3, V4, V6 najdeme v příloze č. 10. Jednotlivé koeficienty přísluší konkrétnímu

odvětví ekonomiky, ve kterém podnik působí. V diplomové práci budou použity koeficienty pro zpracovatelský průmysl (V1 - V6). V2 a V5 jsou pevně dané koeficienty, které nabývají hodnot pro $V2 = 0,11$ a pro $V5 = 0,10$. Koeficienty V2 a V5 vyjadřují váhy ukazatelů běžné likvidity a úrokového krytí, ty jsou dle tvůrců indexu dostatečné pro všechny podniky na trhu napříč všemi odvětvími.

Je-li výsledná hodnota IN95 větší než 2, hovoříme o podniku s dobrým finančním zdravím. U Hodnoty v rozmezí 1 – 2 může analyzovaný podnik počítat s potencionálními problémy. Výsledná hodnota menší než jedna značí finančně nevalné finanční zdraví sledovaného podniku [19].

2.3.8 IN05 (bankrotní model)

Inka a Ivan Neumaierovi nesestrojili jen IN95 (33), ale dále svou práci rozvíjeli a aktualizovali, až dali vzniknout indexům IN99, IN01 a IN05. V rámci diplomové práce využijeme poslední index IN05, který je aktualizací IN01. IN05 je založen na testech dat z průmyslových podniků z roku 2004. Došlo ke změně jednotlivých vah ukazatelů včetně hranic pro hodnocení podniků.

Vyhodnocení indexu IN05 vypadá následovně:

- pokud je $IN05 > 1,6$, nalézá se podnik v uspokojivé finanční situaci,
- pokud $0,9 < IN05 \leq 1,6$, hovoříme o tzv. „šedé zóně“ nevyhraněných výsledků,
- pokud $IN05 \leq 0,9$, lze říci, že firma je ohrožena vážnými finančními problémy.

2.3.9 Tafflerův model (bankrotní model)

*Taffler zakládá svůj model na ukazatelích, které odrážejí klíčové charakteristiky platební schopnosti společnosti, jakými jsou ziskovost, přiměřenost pracovního kapitálu, finanční riziko a likvidita.*¹⁰

Tafflerův model (34) podává výpověď o tom, zda analyzovaný podnik má či nemá podobný profil úspěšné či neúspěšné firmy. Dle Tafflera není model předurčen jako nástroj

¹⁰ MRKVIČKA, J.; KOLÁŘ, P. *Finanční analýza*. 2. přeprac. vyd. Praha: ASPI, 2006. S. 150.

predikce, ale pouze za nástroj pro přirovnání analyzovaného podniku k úspěšným či neúspěšným profilům firem.

Tafflerův model se vyhodnocuje dle následujících kritérií:

- $Z_T > 0$: podnik je platebně schopný a není ohrožen úpadkem,
- $Z_T < 0$: podnik se nachází v rizikové oblasti, můžeme očekávat finanční potíže.

2.3.10 Finanční plán [15]

Finanční plán slouží oceňovateli pro ocenění podniku některou z výnosových metod.

Plán se pak skládá z finančních výkazů, kterými jsou:

- Výsledovka,
- Rozvaha,
- Výkaz peněžních toků.

Finanční plán je v rámci běžného řízení podniku součástí podnikového plánu. Podnikový plán je tvořen na základě dlouhodobé koncepce podniku a to z jeho vize a strategie, důležitá je vzájemná vyváženost soustavy plánů. Můžeme sem zařadit

- plány z prodeje (v členění umožňujícím odhad budoucích výnosů),
- plány produkce (pro odhad budoucích nákladů a provozních výdajů),
- plány kapacit (ty se promítají do plánů investic, plánů pracovního kapitálu, plánů údržby a obnovy, plánů odpisů),
- plány pracovních sil (pro zobrazení osobních nákladů),
- plán budoucích provozních nákladů a výnosů, který umožňuje sestavit plán provozního výsledku hospodaření (včetně daní a podílů na zisku),
- plán provozního výsledku hospodaření a složek pracovního kapitálu, který se stává podkladem pro plán provozního peněžního toku,
- plán provozních peněžních toků a plán investic slouží k sestavení celkového peněžního toku. Slouží k zjištění, zda podniku bude potřebovat další finanční zdroje, či má investovat přebytečné finanční prostředky, mimo jiné vypovídá o celkové finanční rovnováze;
- plánovaná rozvaha, jako závěrečný dokument pro všechny roky plánového horizontu.

Při sestavování finančního se zaměřujeme zpravidla na následující prognózy:

- **odhad tržeb,**
- **odhad nákladů,**
- **odhad pracovního kapitálu,**
- **odhad investic.**

2.4 *Techniky pro ocenění podniku*

Pro ocenění podniku existují různé metody, mezi něž např. patří:

- **Oceňování na základě výnosů.** U této skupiny metod se vychází z předpokladu, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U podniku jsou užitekem očekávané výnosy. Výnosové metody jsou tyto:
 - metodu diskontovaného peněžního toku (DCF),
 - metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
 - metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
 - metody kombinované, které zahrnují výnosové ocenění v kombinaci s majetkovým oceněním; [15]
- **Metody založené na analýze trhu** - mezi tyto metody patří:
 - přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu,
 - ocenění metodou tržního porovnání. [15]
- **Ocenění na základě analýzy majetku.** Ocenění na základě majetkové podstaty podniku slouží ke zjištění majetkové podstaty podniku, označované též jako substituční hodnota. Majetková hodnota podniku vychází ze souhrnu individuálně oceněných položek majetku. Pro konečnou majetkovou hodnotu se tento souhrn očistí od individuálně oceněných závazků. Toto ocenění můžeme rozdělit na:
 - **ocenění na principu reprodukčních cen** – je zde uplatňován předpoklad trvalé existence podniku;
 - **substanční hodnota na principu úspory nákladů** – pokud je známa pravděpodobná úroveň budoucích výnosů, je hodnota podniku zvažovaného ke koupi schopna substituovat výdaje spojené s vybudováním nového podniku;
 - **účetní hodnota na principu historických cen** – odpovídá na otázku, za kolik byl majetek podniku skutečně pořízen; výhodou je průkaznost získaného ocenění, nevýhodou značné zkreslení hodnoty u dlouhodobého majetku; za

hodnotu netto je považován vlastní kapitál jako účetní vlastní kapitál (vychází se z rozvahy dle účetního ocenění podniku);

- **majetkové ocenění na princip tržních cen** – přístup je založen na ocenění každé majetkové položky podniku tržními hodnotami. Hodnota podniku je stanovena jako součet tržních hodnot majetkových položek očištěný o závazky.
- **ocenění likvidační hodnotou** – dlouhodobější existence podniku není předpokládána.[15]

V dalším textu si vybrané metody ocenění podniku popíšeme podrobněji:

2.4.1 Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF)

Můžeme říci, že se jedná o základní výnosovou metodu. Peněžní toky přesně odrážejí teoretickou definici hodnoty, protože jsou založeny na reálných příjmech a tedy na reálném užitku z držení daného podniku. Metoda se může vyskytovat ve více variantách. Mezi tři základní techniky DCF, jejichž smyslem je zjistit hodnotu čistého obchodního majetku, respektive vlastního kapitálu patří:

- **metoda entity** – entity značí jednotku, tedy označení podniku jako celku,
 - Metoda se skládá ze dvou kroků. V prvním kroku se vychází z peněžních toků, které by byly k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Diskontováním těchto peněžních toků získáme hodnotu podniku jako celku (v textu bude označována jako H_b , tj. hodnota brutto). Druhým krokem je odečtení cizího kapitálu ke dni ocenění a získání hodnoty vlastního kapitálu (označována jako H_n , hodnota netto);
 - „Pomocí metody DCF-entity je oceňován celkový kapitál. Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele je diskontován nákladem celkového kapitálu. Cílem metody je tržní ocenění celkového kapitálu podniku“ (Dluhošová, 2006), (35);
- **metoda equity** - (Equity approach) – equity znamená vlastní kapitál,
 - Vchází z peněžních toků, které jsou určeny pouze vlastníků podniku. Diskontováním následně získáme hodnotu vlastního kapitálu (H_n);
 - „V případě metody DCF-Equity je oceňován pouze vlastní kapitál. Volné peněžní toky se vztahují pouze na vlastní kapitál a jsou diskontovány nákladem vlastního kapitálu“ (Dluhošová, 2006), (36);
- **metoda APV** (Adjusted present value) – tzn. upravená současná hodnota [3],

- Opět se skládá ze dvou kroků. Prvním krokem je zjištění hodnoty podniku jako celku (H_b), zde jako součet dvou položek, a sice hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Druhým krokem je pak odečet cizího kapitálu za účelem získání hodnoty netto H_n . Metoda je vhodná pro zjištění vlivu zadluženosti na hodnotu podniku.
- „Model APV slouží k oceňování celkového kapitálu. Finanční toky tvoří toky nezádlužené firmy, které jsou diskontovány nákladem celkového kapitálu nezádlužené firmy. Takto se získá hodnota nezádluženého podniku. Aby bylo možno ocenit zadlužený podnik, je nutné přičíst současnou hodnotu daňového štítu, tedy daňový štít diskontovat náklady dluhu“ (Dluhošová, 2006), (37).

Za předpokladu znalosti výsledků strategického ocenění, finanční analýzy a finančního plánu můžeme přistoupit k vlastnímu ocenění. Je zapotřebí se orientovat ve vymezení peněžního toku pro vlastní ocenění a v technikách pro odvození prognózy peněžního toku pro výnosovou hodnotu. [15]

2.4.2 Postup metody DCF entity

V první fázi upravíme rozvahu ve dvou směrech pro výpočet investovaného kapitálu. Za tím účelem je potřeba určit náklady na tento investovaný kapitál a upravit bilanční sumy spočívající v rozdělení aktiv na provozně nutná a nepotřebná.

U úpravy za účelem určení nákladů na investovaný kapitál není takřka možné oddělit náklady od ceny a náklady na položky určit. Důvod nesnadné oddělitelnosti nákladů od ceny vede k používání náhradního způsobu a to používáním pracovního kapitálu, který představuje oběžná aktiva snižená o závazky (krátkodobé závazky a krátkodobé bankovní úvěry). Pracovní kapitál pak můžeme chápat jako dlouhodobý kapitál určený k financování oběžných aktiv, respektive pracovní kapitál je chápán jako část oběžných aktiv, která je financována dlouhodobým kapitálem.

V případě úpravy rozčlenění majetku na provozně nutný a nenutný rozumíme provozně nenutným kapitálem taková aktiva, která neslouží k zajištění hlavního provozu podniku. Získáme tak dvě úrovně investovaného kapitálu, a sice provozně nutný investovaný kapitál (zahrnující provozně nutný upravený kapitál a provozně nutná dlouhodobá aktiva) a celkový investovaný kapitál (součet provozně nutného investovaného kapitálu a neprovozních aktiv). Postup pro vypočítání provozně nutného kapitálu se skládá z provozně nutných

oběžných aktiv, ke kterým se připočte časové rozlišení aktivní provozně nutné a odečtou se neúročené závazky (krátkodobé) vztahující se k provozním oběžným aktivům (včetně pasivního časového rozlišení provozní povahy).[15]

Dalším krokem je určit, kolik peněz je možné z podniku odejmout, aniž bude narušen jeho předpokládaný vývoj. Dle DCF entity to jsou peněžní prostředky, s nimiž mohou disponovat vlastníci (prostředky na dividendy akcionářů) a věřitelé (splátky úvěrů, úroků). Základem je pak volné cash flow (FCF – free cash flow). Postup výpočtu najdeme v tab. 3.4.2.1

Tab. 3.4.2.1 Výpočet volného cash flow (FCF)

1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před zdaněním (KPVH _D)
2.	- Upravená daň z příjmů (= KPVH _D * daňový sazba)
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním výsledku hospodaření, které nejsou výdaji v běžném období
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	= Volný peněžní tok (FCF)

Zdroj: MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2., upr. a rozš. vyd. Praha : Ekopress, 2007. S. 170.

U metody DCF entity se používá označení peněžní toky do firmy FCFF (angl. Free cash flow to firm). FCFF se počítá nepřímou metodou, za východisko je výsledek hospodaření, vycházíme z korigovaného provozního výsledku hospodaření. Pro korigovaný výsledek hospodaření platí následující obecné zásady:

- náklady na cizí kapitál by neměly být odpočítány, za účelem dosažení zisku a cash flow, které je k dispozici pro vlastníky i věřitele;
- neměly by být obsaženy žádné jednorázové položky nepravidelného charakteru – hodnota podniku je tvořena pouze výsledky hospodaření trvalého charakteru;
- neměly by být zahrnuty žádné výnosy a náklady, které souvisí s majetkem provozně nenutným, který byl v předchozích krocích již vyřazen. [15]

Nejtypičtější úpravy jsou shrnuty v tab. 3.4.2.2:

Tab. 3.4.2.2 Nejtypičtější úpravy pro korigovaný provozní výsledek hospodaření

Provozní výsledek hospodaření (z výkazu zisku a ztráty)
- Provozní výnosy jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku
- Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem
= Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Zdroj: MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2., upr. a rozš. vyd. Praha : Ekopress, 2007. S. 174.

Při výpočtu FCFF bychom neměli opomenout vliv investic. Investice používáme takové, které slibují kladnou čistou současnou hodnotu. Investice použité FCF jsou investice brutto, respektive všechny investiční výdaje bez ohledu, zda mají nahradit stávající majetek či se jedná o investice rozšiřovací. Takové investice pak můžeme rozdělit na část investic na obnovu a na část investic na rozšiřování, kterou následně označujeme investice netto. [15]

U metody DCF entity je ještě zapotřebí ke konečnému výpočtu hodnoty podniku stanovit diskontní míru a to na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC – angl. Weighted average capital costs), (38).

Ve většině případů se počítá, že podnik bude v činnosti pokračovat a neuvažuje se o jeho zániku, pak uvažujeme, že takovýto podnik bude existovat nekonečně dlouhou dobu. V takové situaci ovšem většinou nelze plánovat peněžní toky pro jednotlivé roky. Tuto situaci řeší např. **standardní dvoufázová metoda**. Dle této metody je možné rozdělit období na dvě fáze – v první fázi je oceňovatel schopen odhadovat peněžní toky pro jednotlivá léta. Fáze druhá pak začíná od konce první fáze a směřuje do nekonečna, v této fázi hodnotu podniku nazýváme pokračující hodnotou – výpočet 1. fáze (39), výpočet 2. fáze (40). Hodnotu vypočtenou na základě vzorců (39) a (40) upravíme dle následující tabulky 3.4.2.3:

Tab. 3.4.2.3 Výpočet hodnoty podniku

Hodnota brutto (provozní)
- Hodnota úročeného cizího kapitálu (ke dni ocenění)
= Hodnota vlastního kapitálu (provozní)
+ Hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná (ke dni ocenění)
= Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku

Zdroj: MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007. S. 201.

2.4.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je metodou „netto“ neboli equity. Pomocí této metody spočítáme přímo hodnotu vlastního kapitálu. Výnosová hodnota je počítána z výnosů pouze pro vlastníky vlastního kapitálu. Jsou rozlišovány dvě varianty metody kapitalizovaných čistých výnosů a to dle pohledu na čisté výnosy:

- varianta 1 – vychází z předpokladu, nečistý výnos podniku je určován na základě rozdílů mezi příjmy a výdaji, tedy na základě cash flow. Právě popisovanou variantu můžeme ztotožnit s metodou DCF equity.;
- varianta 2 – používána především v praxi, byla zpracována institutem auditorů (IDW – Institut der Wirtschaftsprüfer). Čistý výnos je odvozován z upravených výsledků hospodaření (z rozdílů upravených a účetně chápaných výnosů a nákladů).

Vlastní postup při metodě kapitalizovaných čistých výnosů je obdobný jako u všech výnosových metod (Mařík, 2007)[15]:

1. analýza a úprava dosavadních výsledků podniku
 - o Je zapotřebí vyčlenit významné položky nákladů a výnosů plynoucích z majetku provozně nepotřebného (daně a odpisy z neprovozních nemovitostí, zisky a ztráty z provozně nenutného finančního majetku); dbát na správné zaúčtování nákladů a výnosů do období, ke kterému se věcně a časově vztahují (především u nedokončené produkce a dlouhodobě vyřizovaných závazků); měly by být eliminovány veškeré náklady a výnosy jednorázové povahy a rozčleněny náklady účtované v minulosti, které přinesou výsledky v budoucnosti; zachytit úpravy účetních pravidel (např. ve způsobu ocenění zásob, odpisové politice); zohlednit zakalkulování mzdy činného společníka; vyčlenit privátní výdaje; upravit daňový vliv vycházející z provedených úprav;

přepočítat časovou řadu minulých výsledků hospodaření na cenovou úroveň roku, ke kterému oceňujeme;

2. prognóza budoucích čistých výnosů a propočet finanční potřeby a korekce čistých výnosů

- Je zapotřebí rozlišovat metodu analytickou a paušální, kde východiskem je finanční plán;

3. odhad kalkulované úrokové míry,

- Kalkulovaná úroková míra má za základní úkol vyjádřit výnosnost alternativního použití kapitálu. Alternativy mohou mít podobu spotřeby, splátkových úvěrů, jiných investic a kombinaci předchozích. V praxi se nejčastěji porovnává s jinými možnými investicemi. Výnosnost můžeme vyjádřit jako dlouhodobé investice na kapitálovém trhu, průměrnou rentabilitu v odvětví, do kterého podnik spadá; očekávanou výnosnost, nejlepší dosažitelnou výnosnost investora;
- Paušální metodu pracující se stálými cenami je zapotřebí očistit o inflaci: aktuální výnosnost státních dluhopisů k datu ocenění – předpokládaná inflace + riziková přírážka;
- Analytická metoda počítá s obvyklou úrokovou mírou pro relativně bezrizikovou investici (v ČR se vychází z aktuální průměrné výnosnosti státních obligací k datu ocenění) navýšenou o vhodnou rizikovou přírážku.

4. vlastní propočet výnosové hodnoty:

- analytickou metodou
 - Použijeme za předpokladu trvalé existence podniku a můžeme použít dvoufázovou (41) nebo třífázovou metodu (42);
 - Při předpokladu omezené životnosti podniku postupujeme dle vzorce (43);
- paušální metodou
 - Pro paušální metodu postupujeme dle vzorce (44);
- Pro paušální i analytickou metodu je zapotřebí nejprve spočítat trvale odnímatelný čistý výnos k rozdělení, který vypočteme dle vzorce (45). [15]

2.4.4 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Základem EVY je měření ekonomického zisku, takový zisk dosahuje podnik, pokud jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady na kapitál (včetně nákladů na vlastní kapitál). V situaci, kdy podnik dosahuje kladného účetního zisku, který ovšem nekompenzuje všechna rizika vlastníků, pak podnik a vlastníci nedosahují ekonomického zisku, ale ztráty. EVA se kromě ocenění podniku využívá jako nástroj finanční analýzy a nástroj řízení podniku včetně motivování pracovníků.[15]

„Ukazatel EVA (economic value addend) je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu (vlastního i cizího).“¹¹

Základní výpočet EVA se řídí dle vzorce (46) a k jeho výpočtu budeme potřebovat:

- NOPAT (angl. Net operating profit after taxes), tedy zisk z operační činnosti podniku po dani (respektive zisk z hlavního provozu podniku);
- Capital (NOA, angl. Net operating assets – čistá operační aktiva) – v aktivech vázaný kapitál sloužící pro operační činnost podniku (aktiva potřebná k hlavnímu provozu podniku), pro výpočet EVA se užívá názvu NOA;
- WACC (angl. Weighted average cost of capital) – průměrné vážené náklady kapitálu, (38).

Postup při ocenění podniku metodou EVA je shodný s výpočtem pomocí metody DCF. V praxi se nejčastěji používá varianta entity, kterou se budeme dále zabývat. Eva se při ocenění vypočítává také dvoufázovým postupem. U dvoufázové aplikace můžeme postup výpočtu zobrazit pomocí vzorce (47). V první řadě je zapotřebí vypočíst hodnotu aktiv a následně odečíst úročený cizí kapitál pro vlastní ocenění určené pro vlastníky podniku. Schéma pro výpočet je tedy jako u metody DCF a můžeme jej vidět v následující tabulce č. 3.4.4.1:

¹¹ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2., upr. a rozš. vyd. Praha : Ekopress, 2007. S. 284.

Tab. 3.4.4.1 – Výpočet pomocí EVA

Čistá operační aktiva (net operating assets – NOA)
+ Tržní přidaná hodnota (market value added – MVA)
= Tržní hodnota operačních aktiv
+ Tržní hodnota neoperačních aktiv
- Tržní hodnota úročených závazků
= Tržní hodnota vlastního kapitálu

Zdroj: MARÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2., upr. a rozš. vyd. Praha : Ekopress, 2007. S. 295.

2.4.5 Metody založené na analýze trhu

Přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu

Metoda je využitelná v situaci, kdy oceňujeme akciovou společnost s běžně obchodovanými akciemi. K dispozici máme tržní cenu akcií, kterou vynásobíme počtem akcií a získáme tak tržní kapitalizaci. Tržní kapitalizace bývá ztotožňována s tržní hodnotou podniku. Ovšem taková hodnota není přesná tržní hodnota podniku. Důvod pro odlišnost mezi tržní kapitalizací a skutečnou tržní hodnotou podniku je ve volatilitě tržní hodnoty akcie v průběhu času. Pro ocenění se tedy vychází z průměrné ceny akcií za poslední období, které si určí sám oceňovatel (např. na základě charakteru trhu). Dalším důvodem pro odchylku v ocenění je vztah mezi mezní a průměrnou hodnotou akcií. Nelze totiž předpokládat, že část akcií, která se volně obchoduje na trhu má stejnou hodnotu akcie, jako při prodeji 100 % akcií, tedy podniku jako celku.

Ocenění metodou tržního porovnání

Tržní hodnotu aktiv odvozujeme z informací o konkrétních cenách nebo tržních hodnotách podobných aktiv. Rozdíly mezi aktivy podniku a hledanými obdobnými aktivu na trhu musí být malé, pokud tato podmínka není splněna, stává se metoda obtížnou k uskutečnění. Metoda se uplatňuje v rovině:

- srovnatelných podniků:
 - srovnává se podnik s podniky, které jsou ke sledovanému období již oceněny; pro srovnání se vybírají podniky s běžně obchodovanými podíly na veřejných trzích; zjistíme tak ocenění jednotlivých akcií, ne však součin vydaných akcií a

jejich tržní kapitalizaci; podnik vhodný pro srovnání by měl být srovnatelný v oblasti rizika a výnosnosti;

- srovnatelných transakcí:
 - metoda je obdobná s metodou srovnatelných podniků, k ocenění ovšem používá hodnotu podniků, které již skutečně byly prodány a zaplacený a je tedy známa jejich skutečná hodnota akceptovaná trhem;
- odvětvových multiplikátorů:
 - metoda se odlišuje od dvou předchozích zdrojů hodnot násobitele pro oceňovatele; používá průměry hodnot násobitelů za branži namísto hodnot za jednotlivé vybrané podniky.

2.4.6 Ocenění na základě analýzy majetku

Ocenění na principu reprodukčních cen

Nazývána také jako **substanční hodnota na principu reprodukčních cen**. Odpovídá na otázku, kolik by stálo znovuvybudování podniku. Ocenění touto metodou se používá za předpokladu trvalé existence podniku. Rozlišuje se substanční hodnota brutto a netto. Hodnotu brutto získáme zjištěním aktuální reprodukční ceny stejného nebo podobného majetku a od těchto cen odečteme opotřebení (jde v podstatě o hodnotu znovupořízení aktiv). Netto hodnotu získáme odečtením dluhů od hodnoty brutto (jde o ocenění vlastního kapitálu).

Likvidační hodnota

Používá se za předpokladu plánovaného rozdělení, rozprodání případně zlikvidování podniku. Hodnota je určena na základě předpokládaných příjmů z likvidace podniku, respektive jeho jednotlivých majetkových položek. Jde o ocenění statické, orientované na schopnost trhu absorbovat podnikový majetek za určitý časový úsek.

Použití této metody je, jak už bylo nastíněno, v případech ocenění podniků s omezenou životností, v případě ztrátového podniku, k odhadu dolní hranice ocenění podniku, za účelem rozhodování mezi likvidací a sanací podniku. Likvidační hodnota může posloužit také jako měřítko jistoty kapitálu investovaného do podniku či pro oceňování neprovozního majetku (případ ocenění vybraných majetkových položek, nikoliv podniku jako celku).

Při ocenění podniků s omezenou životností likvidační hodnotou se výsledná hodnota podniku skládá ze dvou částí – první část vypovídá o současné hodnotě výnosů z podniku po omezenou dobu jeho existence, druhá část slouží k určení likvidační hodnoty podniku na konci doby existence a vypočítá se dle vzorce (48).

3 Charakteristika podniku

Název společnosti: ZK Design a.s.
Adresa: Osvoboditelů 355
747 64 Velká Polom
IČ: 25864068
DIČ: CZ25864068
Zapsáno u Krajského soudu v Ostravě odd. B, vložka 2381

ZK Design a. s. je ryze českou firmou, která působí na trhu od roku 1992. Sídlo společnosti se nachází nedaleko Ostravy v obci Velká Polom. Hlavní náplní činnosti firmy je výroba specifických výrobků z oblasti nábytků a výroba interiérů samotných. Specializace společnosti je aktuálně zaměřena na výrobu regálové techniky, tzv. „drátěných programů“ – kancelářský, školní i speciální nábytek; dále propagačních displayů a speciálního nábytku.

Firma mimo výrobu jednotlivých druhů nábytku realizuje i komplexní návrhy a realizace interiérů. ZK Design a. s. je v posledních letech známá především zámečnickou výrobou s podporou CNC technologií, stolařskou výrobou a povrchovou úpravou práškovými plasty.

Společnost si zakládá na vlastním výrobním programu. Celý výrobní program je orientován prozákaznický, tedy směrem k zákazníkům a jejich přáním. Z dosavadních zkušeností podniku na trhu lze konstatovat, že proklientský přístup je správnou volbou a lze ji považovat za dlouhodobou neměnnou firemní politiku.

Hlavním cílem společnosti v oblasti zvolené politiky je vyhovět přáním zákazníků v maximální možné míře, a to v oblasti sortimentu produktů a služeb, v oblasti kvality a rychlosti produkce.

Snaha společnosti se soustřeďuje na budování základních strategických pilířů. Tyto pilíře mají společnosti zajistit odbornou, ekonomickou a konkurenční stabilitu na trhu.

Moderní technologie, vysoká flexibilita, kvalita, přidaná hodnota a prozákaznický přístup jsou hlavní hodnoty, ve kterých společnost vidí základní stavební kameny výše uvedených strategických pilířů.

Rok 2005 byl pro společnost ve znamení modernizace výrobní linky, konkrétně nákupu nové práškové lakovací linky. Moderní zařízení bylo spolufinancováno z fondu Evropské unie – Phare 2003 – Technologie a za pomoci Ministerstva průmyslu a obchodu České republiky.

Tato modernizace výrobní linky dovolila navýšit kapacitu nástřiku ruku v ruce s navýšením produktivity práce podniku a zvýšením kvality nástřiku. Nástřík samotný je založen na kvalitní předúpravě s Fe fosfátováním.

V období od 1. 7. 2006 do 31. 11. 2007 využil podnik vzdělávací program pro zvýšení konkurenceschopnosti. Dotace na program byla poskytnuta prostřednictvím Operačního programu Rozvoje lidských zdrojů (OPRLZ) a tedy na program se finančně spolupodílel Evropský sociální fond a Ministerstvo průmyslu a obchodu s prostředky ze státního rozpočtu České republiky.

Mezi klíčové aktivity vzdělávacího programu společnost ZK Design a. s. řadí školení:

- obsluhy řezacího centra Bystar 3015,
- programu Syte Line 7,
- programu MS Exchange,
- Work Flow,
- kvality,
- řízení výroby,
- logistiky.

Z výčtu předchozího můžeme říci, že společnost pracuje na vytyčených cílech a snaží se vybudovat základní strategické pilíře.

4 Analytická část

Analytická část je věnována vybraným metodám pro oceňování podniku a jejich aplikaci na podnik ZK Design, a. s. za účelem určení hodnoty podniku pro potřeby vlastníků a managementu podniku. Pro objektivizaci syntézy výsledků oceňovacích metod je provedena finanční analýza za sedmileté období a to včetně aplikace vybraných bankrotních a bonitních modelů. Dále je sestavena strategická analýza založená na identifikaci a predikci makroekonomických ukazatelů a to včetně analýzy a odhadu potencionálů mikroprostředí podniku. Ve strategické analýze bude kladen důraz i na rozbor odvětví, ve kterém podnik působí.

V analytické části jsou zobrazeny doprovodné grafy a zkrácené tabulky, které slouží pro zpřehlednění jednotlivých prvků analýz, metod a modelů. Celkové nebo komplexněji vyjádřené tabulky vypovídající o jednotlivých analýzách, modelech a metodách analytické části jsou k nalezení v přílohách č. 11 – 14. V případě některých komplexněji pojatých tabulek (např. v tabulkách poměrových ukazatelů, Du Pontova rozkladu ukazatelů, bankrotních a bonitních modelů) jsou pro lepší přehlednost součtové položky souhrnných položek označeny *kurzívou*.

4.1 Ukazatele FA

4.1.1 Analýza extenzivních ukazatelů

V analýze extenzivních ukazatelů budeme vycházet ze základních účetních výkazů společnosti – rozvahy v plném rozsahu a výkazu zisku a ztráty. V rámci rozvahy a VZZ nám napoví o finančním zdraví podniku součtové položky výkazů a další položky výkazů, vykazují nenulové hodnoty a zaslouží si pozornost. Kompletní analýza extenzivních ukazatelů je k nalezení v přílohách č. 5, 6, 7 a 8. Data jsou sledována za období 7 let od roku 2003 do roku 2009 včetně a vycházejí z účetních výkazů firmy ZK Design a.s. (příloha č. 2, 3).

Horizontální analýza rozvahy

Tab. 4.1.1.1 Zkrácená horizontální analýza aktiv rozvahy za období 2003 – 2009
(v tis. Kč; v %)

AKTIVA	2004/2003		2005/2004		2006/2005		2007/2006		2008/2007		2009/2008	
	AZ	% změna	AZ	% změna	AZ	% změna	AZ	% změna	AZ	% změna	AZ	% změna
AKTIVA CELKEM	1 075	3,11	8 320	23,38	35 997	81,98	-8 936	-11,18	-13 962	-19,67	-8 369	-14,68
Dlouhodobý majetek	338	2,52	-6 746	-49,12	19 844	284,01	-3 521	-13,12	-3 642	-15,62	-35	-0,18
Dlouhodobý nehmotný majetek	191	194,90	-78	-26,99	65	30,81	-26	-9,42	-112	-44,80	-101	-73,19
Oběžná aktiva	747	3,65	14 832	69,86	16 514	45,79	-5 310	-10,10	-10 402	-22,01	-8 145	-22,09
Zásoby	1 296	22,66	569	8,11	6 197	81,71	-3 197	-23,20	-3 658	-34,56	-3 783	-54,62
Krátkodobé pohledávky	-3 373	-27,12	4 141	45,69	17 775	134,62	-6 594	-21,29	154,00	0,63	-11 571	-47,15
Krátkodobý finanční majetek	2 824	121,25	10 122	196,43	-7 458	-48,82	4 481	57,32	-6 898,00	-56,09	7 209	133,50
Časové rozlišení	-12	-1,88	237	37,86	-363	-42,06	-104	-20,80	82	20,71	-189	-39,54

Zdroj: vlastní zpracování

Aktiva zaznamenala v roce 2004 růst o 3,11 procentních bodů (absolutně o 1 075 tis. Kč). Z faktorů podílejících se na této změně měl největší vliv dlouhodobý majetek a oběžná aktiva. Dlouhodobý majetek se změnil o 2,52 procentních bodů (absolutně o 338 tis. Kč), v rámci kterého se na změně výrazně podílel dlouhodobý nehmotný majetek, a to o 194,90 procentních bodů (absolutně o 191 tis. Kč) oproti roku 2004. Na změně celkových aktiv se podílela nárůstem o 3,65 procentních bodů (absolutně o 747 tis. Kč) oběžná aktiva, která byla z velké části ovlivněna krátkodobým finančním majetkem – ten vykazoval růst o 121,25 procentních bodů (absolutně o 2 824 tis. Kč). Krátkodobý finanční majetek tak znamená výraznou změnu v položce daňových pohledávek vůči státu.

Rok 2005 znamenal pro podnik větší nárůst aktiv než v roce minulém, a to o 23,18 procentních bodů, respektive v absolutním vyjádření o 8 320 tis. Kč. Za touto změnou stojí především vliv oběžných aktiv, která zaznamenala růst o 69,86 procentních bodů, absolutně vyjádřeno o 14 832 tis. Kč. V oběžných aktivech k této změně přispěl krátkodobý finanční majetek, který vzrostl meziročně o 169,43 procentních bodů (absolutně o 10 122 tis. Kč). Kompletní horizontální analýza rozvahy dává najevo, že na růst krátkodobého finančního majetku měl vliv růst účtů v bankách. Tyto účty vzrostly meziročně o 196,99 procentních bodů (absolutně o 10 084 tis. Kč).

Celková aktiva zaznamenala nejvýraznější růst v roce 2006, kdy oproti roku minulému rostla o 81,98 procentních bodů (absolutně o 35 997 tis. Kč). Na změnu měl největší vliv podíl dlouhodobého hmotného majetku – růst o 284,01 procentních bodů, tedy absolutně o 19 844 tis. Kč).

Rok 2007 je pro podnik výrazný tím, že poprvé za sledované období nedosahují celková aktiva podniku rostoucí tendence, ale dochází k poklesu aktiv o 11,18 procentních bodů, v absolutním vyjádření o 8 936 tis. Kč). Podíl na změně má dlouhodobý majetek, oběžná aktiva a jako největší položkou ovlivňující klesající tendenci je časové rozlišení. Časové rozlišení je v tomto období zatíženo náklady příštích období v absolutní výši 104 tis. Kč.

V roce 2008 a 2009 pokračuje výraznější klesající tendence růstu aktiv. V roce 2008 mají na pokles nejvýraznější vliv oběžná aktiva, která odpovídají poklesu oproti předchozímu období o 22,01 procentních bodů, absolutně pak o 10 402 tis. Kč. Tento pokles je zapříčiněn především změnou krátkodobého finančního majetku o 56,09 procentních bodů. V roce 2009 má na zápornou změnu kromě oběžného majetku hlavní vliv položka časového rozlišení, která vykazuje pokles o 39,54 procentních bodů (absolutně o 189 tis. Kč). Změnu v časovém rozlišení můžeme přisuzovat položce výnosů příštích období, které dosahují totožných změn, jako samotné časové rozlišení.

Tab. 4.1.1.2 Zkrácená horizontální analýza pasiv rozvahy za období 2003 – 2009
(v tis. Kč; v %)

PASIVA	2004/2003		2005/2004		2006/2005		2007/2006		2008/2007		2008/2009	
	AZ	% změna	AZ	% změna	AZ	% změna	AZ	% změna	AZ	% změna	AZ	% změna
PASIVA CELKEM	1 074	3,11	8 321	23,38	35 997	81,98	-8 936	-11,18	-13 962	-19,67	-8 369	-14,68
Vlastní kapitál	5 430	44,21	5 789	32,68	8 586	36,53	4 876	15,20	2 014	5,45	-3 349	-8,59
Základní kapitál	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	14 000	233,33	0,00	0,00	0,00	0,00
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	208	23,32	100	9,09	0,00	0,00	274	22,83	688	46,68	165	7,63
Výsledek hospodaření minulých let	2 123	200,28	5 330	167,45	5 789	68,00	-6 913	-48,34	3 790	51,29	2 094	18,73

Výsledek hospodaření běžného účetního období	3 099	132,95	359	6,61	2 797	48,32	-2 485	-28,94	-2 464	-40,39	-5 608	-154,19
Cizí zdroje	-3 996	-18,27	2 532	14,16	27 047	132,52	-13 448	-28,34	-15 976	-46,98	-5 020	-27,84
Rezervy	-700	-100,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dlouhodobé závazky	32	7,39	89	19,14	7 743	1397,65	-1 326	-15,98	-83	-1,19	-1 831	-26,58
Krátkodobé závazky	490	3,61	-1 451	-10,31	18 274	144,77	-15 653	-50,66	-5 093	-33,41	-5 195	-51,18
Bankovní úvěry a výpomoci	-3 818	-53,35	3 894	116,62	1 030	14,24	3 531	42,73	-10 800	-91,57	2 006	201,81
Časové rozlišení	-360	-100,00	0,00	0,00	364	0,00	-364	-100,00	0,00	-	0,00	-

Zdroj: vlastní zpracování

Horizontální analýza rozvahy ukazuje stejný vývoj celkových aktiv podniku, změny mezi jednotlivými roky jsou totožné, až na rozdíly v absolutním vyjádření, které jsou způsobeny zaokrouhlováním položek výkazů.

V roce 2004 vlastní kapitál narůstá o 44,21 procentních bodů (absolutně o 5 430 tis. Kč). Nejvíce má na tuto změnu vliv změny výsledku hospodaření z minulých let – růst o 200,28 procentních bodů - absolutně o 2 123 tis. Kč.

Pokles v roce 2004 sledujeme u položky cizích zdrojů, respektive u položek rezerv a bankovních úvěrů a výpomocí. Časové rozlišení je pak ovlivněno výnosy příštích období. Rok 2006 je významný růstem cizích zdrojů o 132,52 procentních bodů, respektive absolutně o 27 047 tis. Kč. Cizí zdroje byly ovlivněny především dlouhodobými závazky s růstem o 1 397,65 procentních bodů (absolutně o 7 743 tis. Kč) a krátkodobými závazky s pozitivní změnou 144,77 procentních bodů (absolutně o 18 724 tis. Kč) oproti předchozímu roku. Můžeme si povšimnout souvislosti s aktivy v roce 2005, kde došlo k nemalému nárůstu dlouhodobého hmotného majetku.

Vlastní kapitál v roce 2007 vykazuje klesající povahu 15,20 procentních bodů (absolutně o 4 876 tis. Kč). Příčinou je sestupný stav výsledku hospodaření minulých let a výsledek hospodaření běžného účetního období. V roce 2007 se podniku daří snižovat cizí zdroje oproti roku 2006, kde snížení je na úrovni 28,34 procentních bodů (absolutně 13 448 tis. Kč). Stav je založen na krátkodobých závazcích, které poklesly o 50,66 procentních bodů oproti roku 2006.

V letech 2008 a 2009 je podnik značně ovlivněn hospodářskou krizí, kdy můžeme tento jev sledovat i v rámci této analýzy. V roce 2008 dochází ke snížení celkových pasiv podniku o 19,67 procentních bodů (absolutně o 13 962 tis. Kč), kde nejvýraznější podíl sehrál pokles výsledku hospodaření běžného účetního období o 40,39 procentních bodů (absolutně o 2 464 tis. Kč). V roce 2009 sledujeme opět pokles celkových aktiv o 14,68 procentních bodů (absolutně o 8 369 tis. Kč) a jako hlavní příčinu poklesu zde můžeme shledat opět pokles výsledku hospodaření běžného účetního období o 154,19 procentních bodů, respektive v absolutním vyjádření o 5 608 tis. Kč.

Procentní analýza (vertikální analýza) rozvahy

Tab. 4.1.1.3 Zkrácená procentní analýza aktiv rozvahy za období 2003 – 2009 (v %)

AKTIVA	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	%	%	%	%	%	%	%
AKTIVA CELKEM	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Dlouhodobý majetek	38,81	38,58	15,91	33,58	32,84	34,50	40,36
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,28	0,81	0,48	0,35	0,35	0,24	0,08
Dlouhodobý hmotný majetek	38,52	37,77	15,43	33,23	32,49	34,26	40,29
Oběžná aktiva	59,34	59,65	82,13	65,80	66,60	64,66	59,04
Zásoby	16,57	19,71	17,27	17,25	14,91	12,15	6,46
Dlouhodobé pohledávky	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Krátkodobé pohledávky	36,03	25,46	30,07	38,77	34,36	43,04	26,66
Krátkodobý finanční majetek	6,75	14,48	34,79	9,78	17,33	3,44	0,97
Časové rozlišení	1,85	1,76	1,97	0,63	0,56	0,84	0,59

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě procentní analýzy rozvahy na straně aktiv si můžeme povšimnout poměrně stejné úrovně podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech ve sledovaném období. Rozptyl v jednotlivých letech činí okolo 6 procent podílu na celkových aktivech podniku, vyjma roku 2005 a roku 2009. V roce 2005 došlo ke snížení dlouhodobého majetku vlivem snížení dlouhodobého hmotného majetku, respektive snížením podílu nedokončeného dlouhodobého majetku. Rok 2006 zaznamenal nárůst nedokončeného dlouhodobého majetku, který měl za následek větší podíl dlouhodobého hmotného majetku na aktivech oproti roku 2005. U oběžných aktiv sledujeme latenci okolo 6 % vyjma roku 2005, kdy podnik zaznamenává výrazné navýšení oběžných aktiv na 82,13 % z celkových aktiv podniku. Změna

je vyvolána zvýšením krátkodobého finančního majetku pravděpodobně spojeného s poklesem dlouhodobého hmotného majetku, respektive nedokončeného hmotného majetku. Ve sledovaném období vidíme snahu minimalizace poměru časového rozlišení na celkových aktivech podniku.

Tab. 4.1.1.4 Zkrácená procentní analýza pasiv rozvahy za období 2003 – 2009 (v %)

PASIVA	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	%	%	%	%	%	%	%
PASIVA CELKEM	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Vlastní kapitál	35,59	49,77	53,52	40,16	52,08	68,37	73,25
Základní kapitál	17,38	16,86	13,66	7,51	28,18	35,08	41,12
Kapitálové fondy	5,79	5,62	4,55	2,50	2,82	3,51	4,11
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	2,58	3,09	2,73	1,50	2,08	3,79	4,78
Výsledek hospodaření minulých let	3,07	8,94	19,39	17,90	10,41	19,61	27,29
Výsledek hospodaření běžného účetního období	6,75	15,26	13,18	10,74	8,60	6,38	-4,05
Cizí zdroje	63,37	50,23	46,48	59,39	47,92	31,63	26,75
Rezervy	2,03	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dlouhodobé závazky	1,25	1,31	1,26	10,38	9,82	12,08	10,40
Krátkodobé závazky	39,35	39,54	28,75	38,67	21,48	17,81	10,19
Bankovní úvěry a výpomoci	20,73	9,38	16,47	10,34	16,62	1,74	6,17
Časové rozlišení	1,04	0,00	0,00	0,46	0,00	0,00	0,00

Zdroj: vlastní zpracování

Procentní analýza pasiv vykazuje snahu podniku navyšovat podíl vlastního kapitálu v průběhu celého sledovaného období. Výjimku tvoří rok 2006, kde došlo k poklesu základního kapitálu a nárůstu dlouhodobých a krátkodobých závazků. Podnik se zaměřuje i na snižování cizích zdrojů, vyjma roku 2006. Dlouhodobé závazky vykazují nárůst v letech 2006 a 2008, v roce 2009 dochází k jejich nepatrnému poklesu růstové tendence. Bankovní úvěry a výpomoci napomáhají snížení cizích zdrojů v roce 2004 a 2008.

Horizontální analýza VZZ

Značně kolísavý charakter sledujeme u hospodářského výsledku za běžnou činnost. Je patrná rostoucí tendence, a to až do roku 2006. Od roku 2007 vykazuje podnik pokles hospodářského výsledku, kde i postupně v těchto letech docházelo k poklesu tržeb a přidané

hodnoty, příčinu můžeme hledat v již zmiňované hospodářské krizi a recesi ekonomiky. V roce 2004 došlo oproti předchozímu roku k navýšení výsledku hospodaření za běžnou činnost o 145,50 procentních bodů (absolutně o 3 188 tis. Kč), rok 2005 vykazoval navýšení pouze 2,38 procentních bodů (absolutně 128 tis. Kč). Rok 2006 přinesl výraznější navýšení hospodářského výsledku za běžnou činnost a to o 54,71 procentních bodů (absolutně o 3 013 tis. Kč). Rok 2007 již zaznamenal pokles této položky o 24,68 procentních bodů. Pokles pokračoval v roce 2008 o 43,71 procentních bodů a v roce 2009 dokonce o 161,41 procentních bodů (absolutně o 5 830 tis. Kč).

Vývoj tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb zaznamenává ve sledovaném období charakter snižujících se nárůstů. V roce 2004 je nárůst o 30,08 procentních bodů (absolutně o 19 542 tis. Kč), avšak rok 2005 vykazuje růst takřka poloviční – růst 16,49 procentních bodů, v absolutním vyjádření o 13 937 tis. Kč. V roce 2006 podnik vykazuje nárůst téměř shodný s rokem předchozím. V roce 2007 dochází opět k poklesu a to na úroveň 9,52 procentních bodů (absolutně o 10 899 tis. Kč) a v letech 2008 a 2009 o 5,66 procentních bodů, respektive 33,06 procentních bodů (absolutně o 32 321 tis. Kč) v roce 2009.

Charakter snižujících se nárůstů sledujeme také u výkonové spotřeby. Rok 2004 a 2005 znamená pro podnik převýšení nárůstů výkonové spotřeby v relativním vyjádření vůči tržbám za prodej vlastních výrobků a služeb, tato situace není pro podnik pozitivní. Od roku 2007 nabývá výkonová spotřeba dokonce záporných přírůstků procentních bodů.

V neposlední řadě zmíníme vývoj přidané hodnoty podniku, ta v roce 2004 zaznamenala růst 30,17 procentních bodů (absolutně o 6 678 tis. Kč). V roce 2005 došlo k podstatnému snížení tohoto nárůstu procentních bodů a to na hodnotu 7,56 (absolutně pak na hodnotu 2 178 tis. Kč). V roce 2009 dokonce zaznamenáváme pokles v hodnotě 31,29 procentních bodů. Poklesy byly způsobeny snížením nárůstů výkonů viz. výše a taktéž poklesem růstu obchodní marže, která například v roce 2005 zaznamenala oproti roku 2004 propad o 1 560 procentních bodů. Tento propad byl způsoben i záporným růstem tržeb za prodej zboží o 216,20 procentních bodů.

Procentní analýza (vertikální analýza) VZZ

Pro vertikální (procentní) analýzu VZZ je zapotřebí zvolit hlavní položku, ke které se budou ostatní položky VZZ poměřovat. V této diplomové práci byly za hlavní položkou

zvoleny tržby za prodej vlastních výrobků a služeb. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb tedy v této analýze budou vždy nabývat hodnoty 100 %.

Po zhlédnutí procentní analýzy VZZ můžeme vidět, že největším procentem se na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb podílí výkonová spotřeba (vyšší procentní podíl mají výkony, ovšem v nich je již zahrnuta jako součtová položka tržby za prodej vlastních výrobků a služeb; další mají pak minimální podíl na základní ukazatel, proto se výkony jako takovými nebudeme v rámci analýzy zabývat podrobněji).

V roce 2003 měla výkonová spotřeba na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb 68,61, v roce 2004 pak 65,93 % a v roce 2005 67,96 %. Nejvyšší podíl byl zaznamenán v roce 2006 (70,32 %) a nejnižší v roce 2009 (54,48 %). Výkonová spotřeba byla výrazně ovlivněna položkou spotřeby materiálu a energie.

Osobní náklady mají také významný podíl v rámci tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb. Společnost na začátku sledovaného období vykazuje snahu o snižování osobních nákladů. Tato snaha podniku je však přerušena v roce 2006, kdy dochází k pozvolnému růstu osobních nákladů. Přitom nejvyššího podílu osobních nákladů na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb společnost dosahuje v roce 2009 s hodnotou 30,83 %.

Na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb se podílí výsledek hospodaření za běžnou činnost takto: 3,37 % (r. 2003), 6,37 % (r. 2004), 5,59 % (r. 2005), 7,44 % (r. 2006), 6,19 % (r. 2007), 3,69 % (r. 2008) a -3,39 % v roce 2009. Pokusíme-li se naznačit trend vývoje, je i přes rozkolísanost hodnot vidět určitý trend růstu a to až do roku 2007 včetně, po tomto roce se hodnoty snižují vlivem útlumu podniku způsobeného recesí ekonomiky.

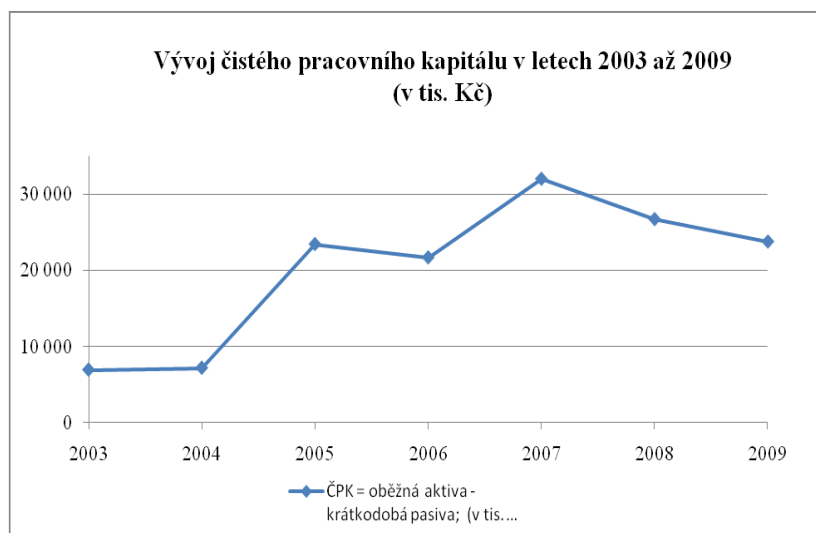
4.1.2 Analýza fondů finančních prostředků

Tab. 4.1.2.1 Analýza čistého pracovního kapitálu v letech 2003 - 2009

Položka / Rok	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Oběžná aktiva (v tis. Kč)	20 484	21 231	36 063	52 577	47 267	36 865	28 720
Krátkodobá pasiva (krátkodobé závazky); (v tis. Kč)	13 584	14 074	12 623	30 897	15 244	10 151	4 956
ČPK = oběžná aktiva - krátkodobá pasiva; (v tis. Kč)	6 900	7 157	23 440	21 680	32 023	26 714	23 764

Zdroj: vlastní zpracování

Graf 4.1.2.1 Vývoj čistého pracovního kapitálu



Graf vývoje čistého pracovního kapitálu naznačuje růst čistého pracovního kapitálu až do roku 2007 včetně. Růst není pouze v roce 2006, kdy poklesl ČPK oproti roku 2005. Pokles byl způsoben navýšením krátkodobých pasiv (konkrétně

krátkodobých závazků firmy) V roce 2007 dochází ke stabilizaci krátkodobých pasiv na úrovni roku 2003 a 2004, podnik opět dosahuje růstu ČPK. Rostoucí vývoj ČPK podniku můžeme považovat za pozitivní signál o likviditě podniku. V roce 2008 a 2009 dochází k poklesu ČPK, kdy v tomto období doléhají na podnik následky finanční krize (recese, v níž se v tomto období ocitlo mnoho podniků). Již v roce 2007 můžeme sledovat tento trend v rámci oběžných aktiv, které v následujících letech klesají, podnik nedosahuje takové produkce, jako v minulých letech.

4.1.3 Poměrové ukazatele

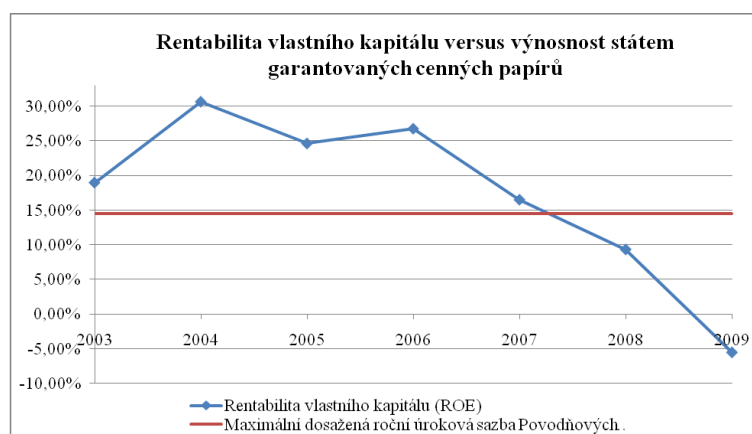
Tab. 4.1.3.1 Ukazatele rentability

Název ukazatele	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rentabilita vloženého kapitálu (ROI)	6,95%	15,34%	13,69%	10,99%	9,05%	6,85%	-2,53%
Rentabilita aktiv (ROA)	10,08%	21,31%	18,50%	14,46%	11,90%	8,67%	-3,16%
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	18,98%	30,66%	24,63%	26,76%	16,51%	9,33%	-5,53%
Rentabilita tržeb (ROS)	3,19%	5,99%	5,60%	6,56%	5,37%	3,55%	-2,87%
Ziskové rozpětí před zdaněním	4,24%	8,04%	7,61%	8,51%	6,99%	4,39%	-2,70%
Provozní ziskové rozpětí po zdanění	4,76%	8,36%	7,86%	8,83%	7,43%	4,82%	-2,23%
Rentabilita nákladů (ROC)	96,81%	94,01%	94,40%	93,44%	94,63%	96,45%	102,87%

Zdroj: vlastní zpracování

V letech 2003 a 2004 vykazuje rentabilita vloženého kapitálu (ROI) rostoucí charakter. Rok 2005 zaznamenává počínající klesající charakter tohoto ukazatele. Přestože klesá koeficient daňové sazby a roste EBIT (vyjma roku 2007, u EBIT i roky 2008, 2009), dochází k navýšení celkových aktiv v roce 2005, což zapříčiní klesání ROI. V roce 2006 celková aktiva stále rostou a ROI stále klesá. Roky 2007 – 2009 jsou poznamenány poklesem celkových aktiv, ale i EBIT a tím dochází opět ke snížení ukazatele ROI. Podnik dosahuje nejlepší hodnoty ukazatele ROI v roce 2004, kdy celková aktiva podnik tvoří 21,31 % z dosaženého zisku společnosti.

Graf 4.1.3.1 Rentabilita vlastního kapitálu versus výnosnost státem garantovaných cenných papírů

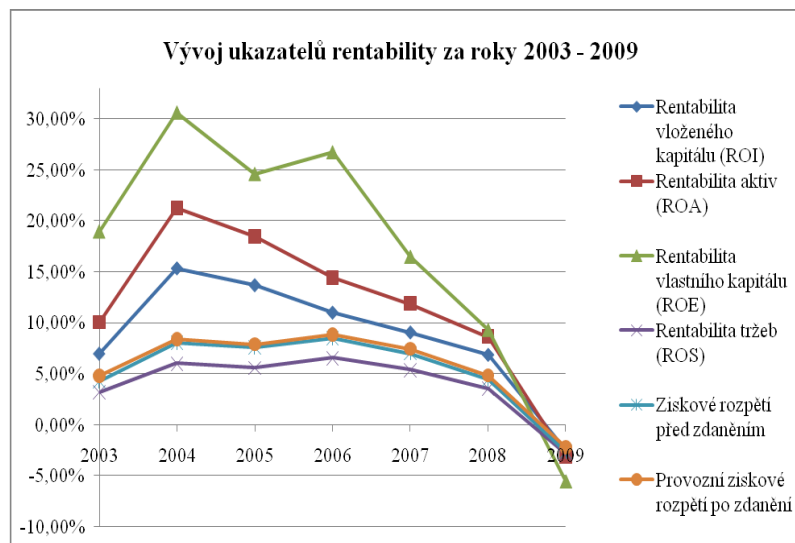


Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) by měla vykazovat ve všech sledovaných letech hodnoty vyšší než je výnosnost státem garantovaných dluhopisů. Pokud podnik takovýchto hodnot nedosahuje, pak je zapotřebí zvažovat, zda

není vhodnější podnik odsoudit k záhubě. K porovnání výsledků ROE je v diplomové práci použito státem garantovaných Povodňových dluhopisů, které v letech 1997 – 2002 dosáhly nejvyšší úrokové sazby 14,5 %. [24, 25] V grafu 4.1.3.1 můžeme vidět, že ukazatel ROE se pohybuje nad hranicí úrokové sazby garantované státem až do roku 2007 včetně, v roce 2008 a 2009 podnik již nevykazuje hodnot u ukazatele ROE ve výši státem garantovaných dluhopisů, ale naopak, klesá pod jejich úroveň. Příčinou je recese ekonomiky a posilování domácí měny.

Graf 4.1.3.2 Vývoj ukazatelů rentability

V grafu 4.1.3.2 vidíme vývoj jednotlivých ukazatelů rentability v čase. Ukazatele



ROA a ROI vykazují maximálních hodnot v roce 2004 a od tohoto roku sledujeme pokles ukazatelů, jak již bylo zmíněno výše. U ukazatele ROE – rentability vlastního kapitálu si můžeme povšimnout odlišného charakteru vývoje v čase oproti ROA a ROI.

Zaměříme-li se na rok 2006, pak ROE zaznamenává dočasný růst, který je zapříčiněn navýšením EAT. Celkově jsou ukazatele ROI, ROA a ROE klesajícího charakteru. Naproti tomu, můžeme pozorovat dočasný růst rentability tržeb (ROS).

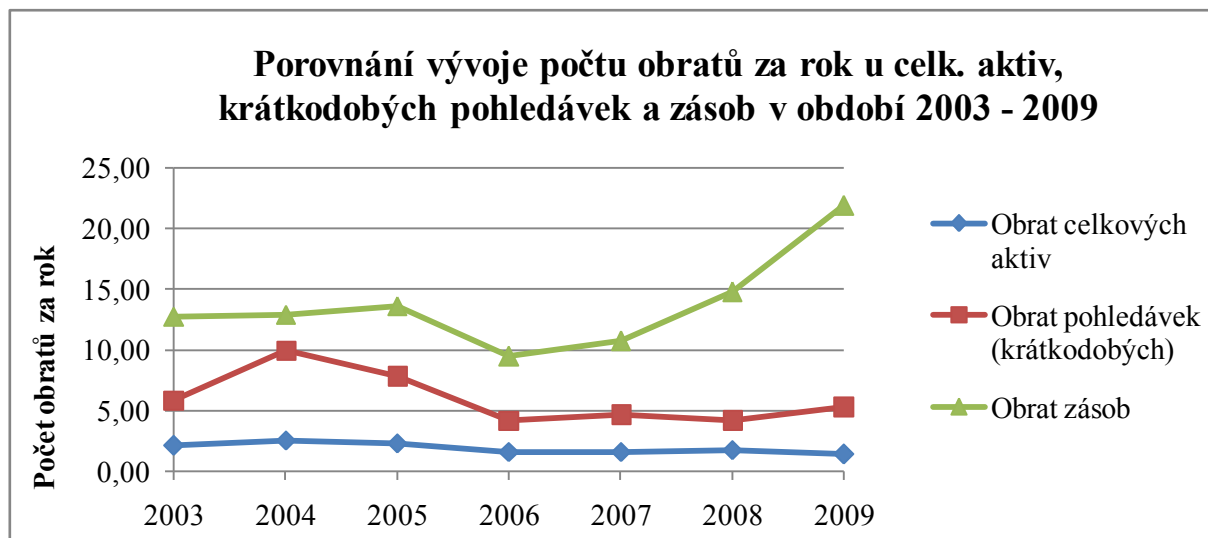
Ukazatele vypovídají o schopnosti podniku vytvářet zisk, proto zjištěné, převážně klesající, trendy ukazatelů můžeme označit za nepříznivé – podnik není schopen dostatečně zhodnotit vložené zdroje.

Tab. 4.1.3.2 Ukazatele aktivity (obratu)

Název ukazatele	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Obrat celkových aktiv	2,12	2,55	2,35	1,64	1,60	1,80	1,41
Doba obratu krátkodobých závazků (ve dnech)	66,89	55,88	43,99	84,97	48,30	35,68	25,94
Obrat pohledávek (krátkodobých)	5,88	10,00	7,82	4,23	4,66	4,17	5,30
Doba obratu pohledávek (krátkodobých); (ve dnech)	61,24	35,98	46,02	85,19	77,26	86,24	67,86
Obrat zásob	12,78	12,92	13,62	9,50	10,74	14,79	21,89
Doba obratu zásob (ve dnech)	28,16	27,85	26,43	37,90	33,53	24,34	16,45

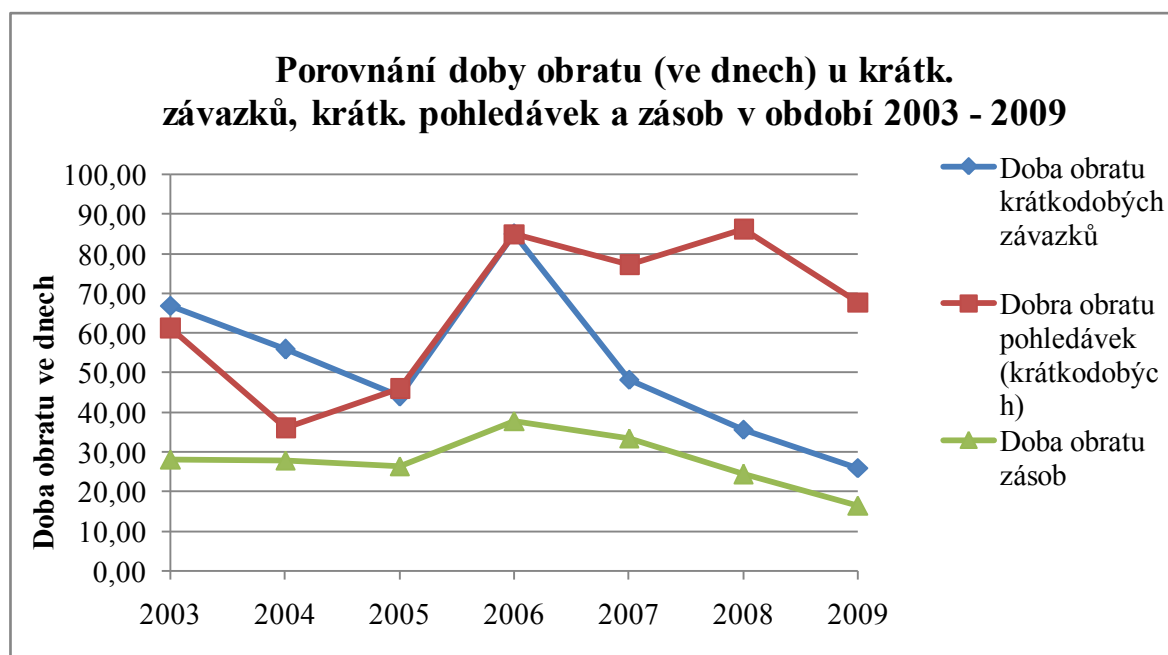
Zdroj: vlastní zpracování

Graf 4.1.3.3 Porovnání vývoje počtu obrátů za rok u celkových aktiv, krátkodobých pohledávek a zásob



Obrat celkových aktiv neboli využití celkového kapitálu vykazuje ve sledovaném období spíše klesající trend. Tento trend však nevykazuje výrazné skokové rozdíly. Naproti tomu obrat krátkodobých pohledávek vykazuje v roce 2004 vzestup zapříčiněný poklesem krátkodobých pohledávek. Roky 2005 a 2006 se vyznačují poklesem obratu krátkodobých pohledávek, na vině je navýšení hodnoty této položky. Od roku 2007 dochází k mírnému růstu obratu krátkodobých pohledávek. Tento růst můžeme spatřit především v poklesu krátkodobých pohledávek podniku. Obrat zásob vykazuje vzestupný charakter v období let 2003 – 2005 a v roce 2006 dochází k poklesu zapříčiněnému navýšením zásob. Od roku 2007 dochází ke skokovému zvýšení obratu zásob až do roku 2009. Příčinu můžeme hledat ve výrazném snížení zásob sledovaného podniku.

Graf 4.1.3.4 Porovnání doby obratu (ve dnech) u krátkodobých závazků, krátkodobých pohledávek a zásob



V grafu 4.1.3.4 můžeme vidět vývoj doby obratu zásob ve dnech. Tento vývoj vychází z výše popsaného rozboru obratu zásob. Doba obratu zásob v jednotlivých letech činila 28,16 dní r. 2003, 27,85 dní r. 2004 a 26,43 dní r. 2005. Rok 2006 vykázal prodlouženou dobu obratu zásob na 37,90 dní díky navýšení zásob. Roky 2007 - 2009 byly ve znamení zrychlování doby obratu zásob, důvod je stejný, jako u obratu zásob.

Dále v grafu vidíme vývoj doby obratu krátkodobých závazků vůči době obratu krátkodobých pohledávek. Srovnáme-li tyto dva ukazatele, zjistíme, že v druhé polovině sledovaného období se podnik dostává do situace, kdy doba obratu krátkodobých pohledávek je delší, než doba obratu krátkodobých závazků. Tento stav nelze považovat za pozitivní, jelikož podnik splácí své krátkodobé závazky za kratší dobu, než za jakou dostane zaplacené za krátkodobé pohledávky. Tato situace může vyústit v pokles likvidity podniku. Ukazatel doba obratu krátkodobých závazků by měl vždy vykazovat vyšších hodnot, než ukazatel doby obratu krátkodobých pohledávek.

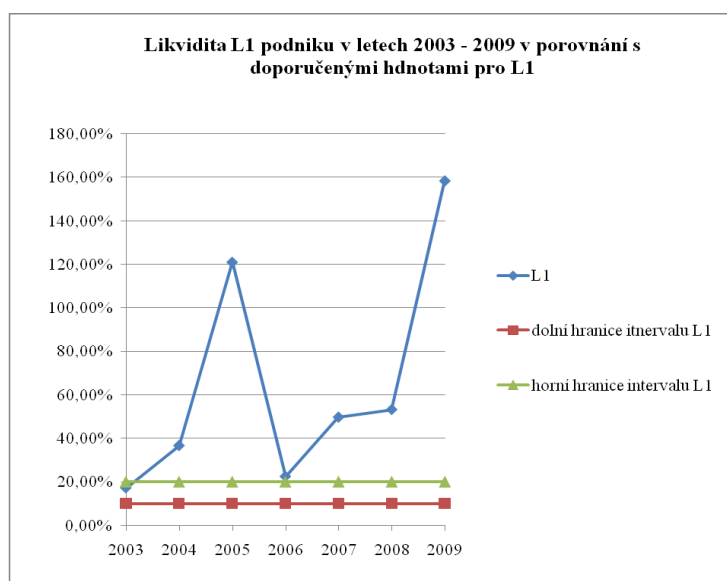
Podniku se v posledních letech sledovaného období daří využívat potenciál zásob a dochází ke zkracování doby obratu zásob, což lze považovat za klad.

Tab. 4.1.3.3 Ukazatele likvidity

Název ukazatele	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
L1	17,15%	36,61%	121,01%	22,40%	49,70%	53,20%	158,48%
vhodný interval L1 je 10 % - 20 %	splněno	nadbytečná likvidita	extrémně nadbytečná likvidita	mírně nadbytečná likvidita	nadbytečná likvidita	nadbytečná likvidita	extrémně nadbytečná likvidita
L2	108,69%	101,01%	225,61%	111,17%	148,25%	294,94%	321,48%
vhodný interval L2 je nepatrně >100 %	splněno	splněno	nadbytečná likvidita	splněno	extrémně nadbytečná likvidita	splněno	extrémně nadbytečná likvidita
L3	150,80%	150,85%	285,69%	150,66%	191,02%	363,17%	360,99%
vhodný interval L3 je 150 % - 250 %	splněno	splněno	nadbytečná likvidita	splněno	splněno	nadbytečná likvidita	nadbytečná likvidita

Zdroj: vlastní zpracování

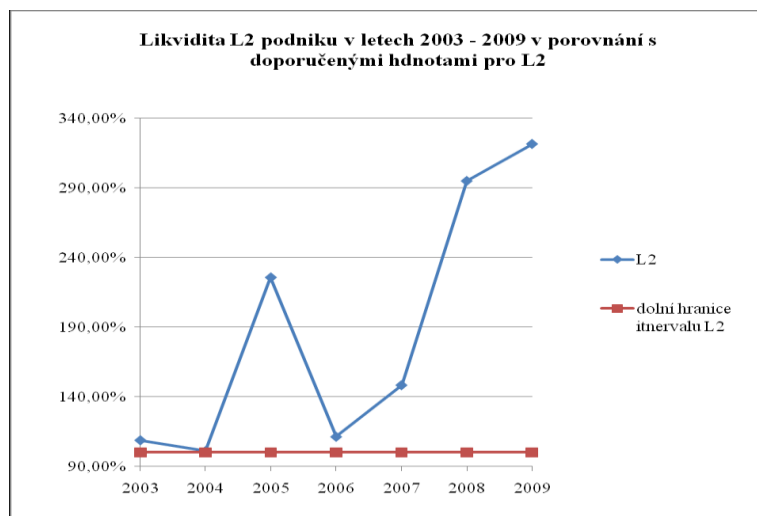
Graf 4.1.3.5 Likvidita L1 podniku ve sledovaném období v porovnání s doporučenými hodnotami



Graf 4.1.3.5 znázorňuje poměr hotovosti a krátkodobého cizího kapitálu podniku. V grafu jsou označeny hranice, mezi kterými by se měl výsledný ukazatel likvidity L1 pohybovat. V roce 2003 dosáhl podnik optimální likvidity L1 ve výši 17,15 %

Rok 2004 zaznamenal růst ukazatele L1 až do roku 2005, kdy dosáhl hodnoty 121,1 % - tato hodnota je již vysoko nad doporučovanou hranicí likvidity L1. Tento výrazný nárůst byl způsoben zvýšením finančního majetku, konkrétně hotovosti. Rok 2006 oproti předchozímu období znamenal propad L1, kdy za poklesem stojí snížení finančního majetku a nárůst krátkodobého cizího kapitálu. Přesto je likvidita L1 mírně nad doporučovanou hranicí pro L1. V dalších letech dochází opět k růstu ukazatele L1 a to až do roku 2009, kde dosahuje ukazatel svého maxima na hodnotě 158,48 % a pohybuje se tak výrazně nad doporučenou hodnotou.

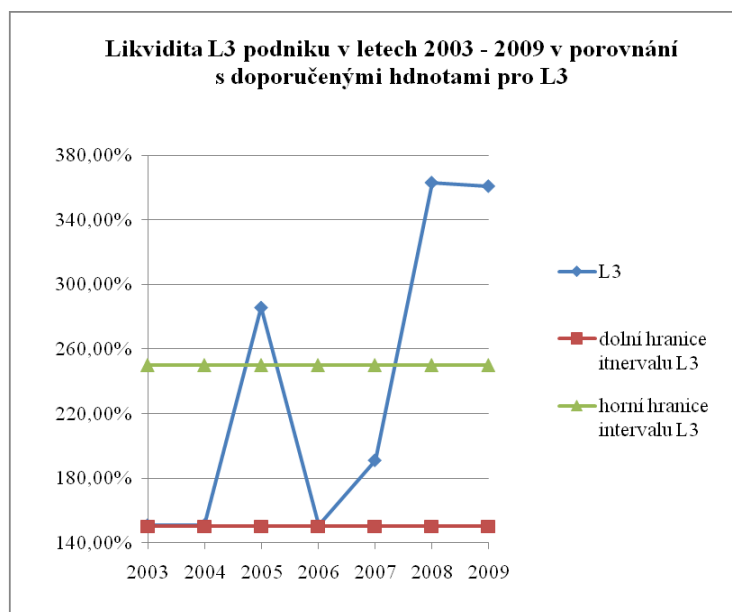
Graf 4.1.3.6 Likvidita L2 podniku ve sledovaném období v porovnání s doporučenou hodnotou



Průkaznější ukazatel likvidity je likvidita druhého stupně L2, kdy výpočet zahrnuje kromě finančního majetku (hotovosti) také krátkodobé pohledávky a součet těchto položek je následně poměřován ke krátkodobému cizímu kapitálu. Hodnoty L2 by se měly

pohybovat mírně nad hranicí sta procent, která je v grafu 4.1.3.6 je zobrazena jako dolní hranice intervalu pro hodnoty L2. Likvidita podniku se dle grafu vývoje L2 pohybuje v letech 2003, 2004 a 2006 okolo doporučované hodnoty pro sledovaný ukazatel. V roce 2005 je zaznamenán nárůst L2 zapříčiněný zvýšením finančního majetku (hotovosti). Od roku 2007 dochází v rámci ukazatele ke strmému vzestupu likvidity druhého stupně a to až do roku 2009, kde dosahuje maxima na hranici 321,48 %. Takto výrazná likvidita nemusí být pro podnik optimální.

Graf 4.1.3.7 Likvidita L3 podniku ve sledovaném období v porovnání s doporučenými hodnotami



Likvidita třetího stupně L3 má za úkol porovnat oběžná aktiva ke krátkodobému cizímu kapitálu. Rozdíl oproti ukazateli L2 je v položce zásob, která přibyla v čitateli ukazatele L3. Graf 4.1.3.7 znázorňuje dolní a horní hranici, mezi kterými by se měl ukazatel likvidity L3 pohybovat. Vývoj L3 je hodně podobný L1 i

L2 a vykazuje značnou rozkolísanost v průběhu sledovaného období. Roky 2003, 2004 a 2007 můžeme pro podnik označit za optimální z hlediska posouzení L3. V letech 2003, 2004 a 2006 se L3 pohybuje na dolní hranici optimálních hodnot pro likviditu třetího stupně, v roce 2007 se blíží středu mezi dolní a horní hranicí doporučených hodnot. Roky 2005, 2008 a 2009 vykazují pro podnik nepříznivý vývoj L3, kdy se hodnoty dostávají nad doporučenou horní hranici intervalu pro ukazatel L3.

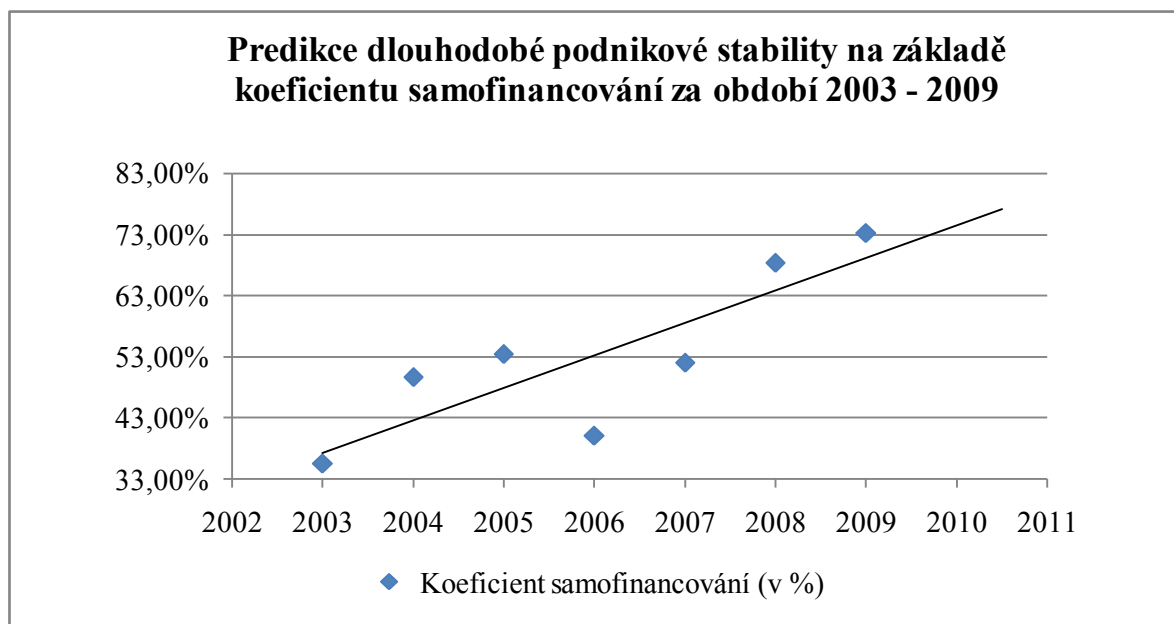
Všechny tři ukazatele likvidity vykazují ve sledovaném období nerovnoměrný vývoj a ve většině sledovaných roků také zvýšené likvidity oproti doporučeným hodnotám u jednotlivých ukazatelů. Tento trend není optimální, pro podnik může tato situace znamenat snížení rentability.

Tab. 4.1.3.4 Ukazatele zadluženosti

Výpočet / Rok	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Koeficient samofinancování (v %)	35,59%	49,77%	53,52%	40,16%	52,08%	68,37%	73,25%
Ukazatel celkového zadlužení (v %)	63,37%	50,23%	46,48%	59,39%	47,92%	31,63%	26,75%
Úrokové krytí	9,11	25,88	30,42	27,39	16,79	11,23	-4,74

Zdroj: vlastní zpracování

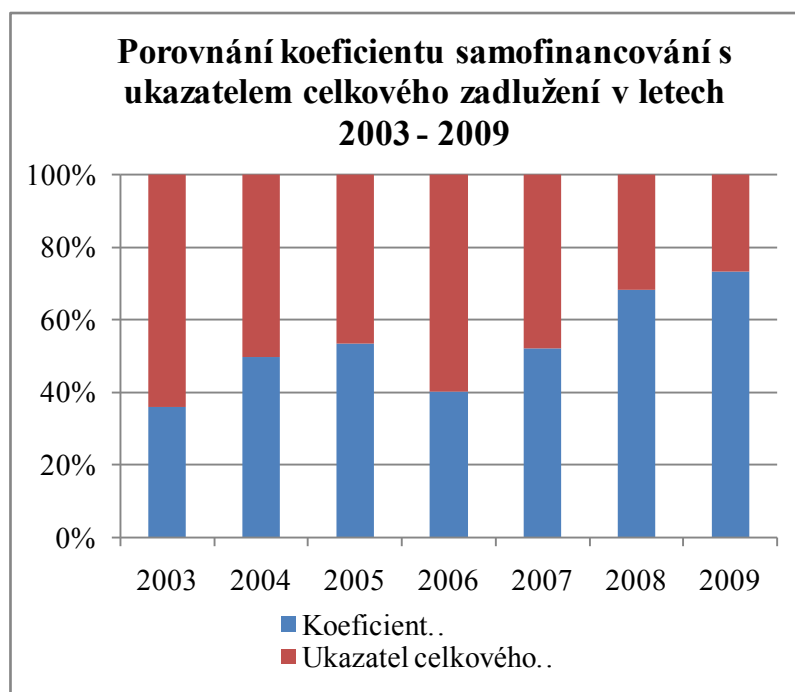
Graf 4.1.3.8 Predikce dlouhodobé podnikové stability



Dlouhodobou podnikovou stabilitu můžeme vyjádřit koeficientem samofinancování. Graf 4.1.3.8 zobrazuje odhad trendu a budoucího vývoje právě koeficientu samofinancování (v grafu je k nalezení pod názvem lineární koeficient samofinancování). Graf naznačuje

dlouhodobou stabilitu a do budoucna i pokračující posilování stability (vzhledem k jinak neměnným podmínkám a při nepřihlédnutí k ostatním faktorům ovlivňujících stabilitu podniku). Koeficient samofinancování vykazuje růstovou tendenci až do roku 2006, v kterém došlo k poklesu ukazatele na 40,16 % oproti předchozímu roku s 53,52 %. Pokles je vyvolán výrazným růstem celkových aktiv podniku. V následujících letech dochází opět k rostoucímu trendu. Koeficient samofinancování by dle doporučených hodnot neměl klesnout pod 30 %, podnik toto doporučení splňuje v celém sledovaném období.

Graf 4.1.3.9 Porovnání koeficientu samofinancování s ukazatelem celkového zadlužení



Graf 4.1.3.9 zobrazuje koeficient samofinancování v porovnání s ukazatelem celkového zadlužení. Koeficient celkového zadlužení je chápán jako doplněk koeficientu samofinancování. Cizí kapitál se ve sledovaném období podílel na celkových aktivech podniku nejméně v roce 2009 a nejvíce v roce 2003. Celkové zadlužení podniku se pohybuje do

doporučené výše 60 % kromě roku 2003, kdy hodnota ukazatele mírně překročila 60-ti procentní hranici na hodnotu 63,37 %.

Úrokové krytí podniku dosahuje v letech 2003 – 2008 lepších, než doporučovaných hodnot pro tento ukazatel. V roce 2009 nabývá tento ukazatel hodnoty -4,74 a nepříznivě tak ovlivňuje jinak dobrou charakteristiku ukazatele. Výrazný pokles je způsoben poklesem EBIT do záporné hodnoty.

Du Pontův pyramidový rozklad ukazatelů

Tab. 4.1.3.5 Rozklad ukazatele ROA

ROA	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
=							
EBIT/Aktiva	10,08%	21,31%	18,50%	14,46%	11,90%	8,67%	-3,16%
=							
EBIT/Tržby	4,76%	8,36%	7,86%	8,83%	7,43%	4,82%	-2,23%
*							
TRŽBY/Aktiva	211,81%	254,74%	235,22%	163,83%	160,10%	179,67%	141,42%

Zdroj: vlastní zpracování

Rentabilita aktiv (ROA) vykazuje zpočátku rostoucí charakter v roce 2004 oproti roku minulému. Hlavní příčinou této změny je podíl EBIT. V následujících letech dochází k poklesu ukazatele ROA. Změna byla zapříčiněna zejména růstem aktiv v jednotlivých letech a v posledních letech také poklesem EBIT.

Tab. 4.1.3.6 Rozklad ukazatele ROE

ROE	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
=							
EAT/Vlastní kapitál	0,19	0,31	0,25	0,27	0,17	0,09	-0,06
=							
EAT/Tržby	0,03	0,06	0,06	0,07	0,05	0,04	-0,03
*							
Tržby/Aktiva	2,12	2,55	2,35	1,64	1,60	1,80	1,41
*							
Aktiva/Vlastní kapitál	2,81	2,01	1,87	2,49	1,92	1,46	1,37

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatel ROE vykazuje kolísavý trend, nemůžeme určit ani růstovou ani klesající tendenci, v roce 2009 nabývá záporných hodnot. Například v roce 2005 se na změně ROE výrazně podílí změna rentability tržeb (EAT/Vlastní kapitál), v roce 2009 je pak ROE ovlivněno zápornou hodnotou EAT.

4.1.4 Bankrotní a bonitní modely

Tab. 4.1.4.1 Kralickův rychlý test

Položka / Rok	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Vlastní kapitál (v tis. Kč)	12 283	17 713	23 502	32 088	36 964	38 978	35 629
Aktiva celkem (v tis. Kč)	34 517	35 592	43 912	79 909	70 973	57 011	48 642
Cizí zdroje (v tis. Kč)	21 874	17 878	20 410	47 457	34 009	18 033	13 013
Peníze (v tis. Kč)	249	35	72	26	133	536	103
Účty u bank (v tis. Kč)	2 080	5 119	15 203	7 791	12 165	2 902	12 035
Provozní CF (v tis. Kč)	3 856	4 486	4 916	6 863	7 671	-5 226	14 638
EBIT (v tis. Kč)	3 479	7 584	8 123	11 557	8 447	4 941	-1 536
Výkony (v tis. Kč)	65 539	84 456	98 760	118 363	101 909	94 117	62 755
Výpočet:							
R1	0,3559	0,4977	0,5352	0,4016	0,5208	0,6837	0,7325
R2	5,0687	2,8364	1,0445	5,7759	2,8303	-2,793	0,0598
R3	0,1008	0,2131	0,185	0,1446	0,119	0,0867	-0,032
R4	0,0588	0,0531	0,0498	0,058	0,0753	-0,056	0,2333
Přiřazení bodů na základě výsledků R1 až R4:							
R1	4	4	4	4	4	4	4
R2	2	0	0	2	0	0	0
R3	2	4	4	3	2	2	1
R4	2	2	1	2	2	2	4
Výpočet:							
Hodnocení finanční stability (FS)	3	2	2	3	2	1	0,5
Hodnocení výnosové situace (VS)	2	3	2,5	2,5	2	1	2
Hodnocení celkové situace (CS)	2,5	2,5	2,25	2,75	2	1	1,25
Vyhodnocení	„šedá zóna“						

Zdroj: vlastní zpracování

Z výsledku Kralickova rychlého testu lze říci, že analyzovaný podnik je ve sledovaném období roku 2003 – 2009 patří do tzv. šedé zóny. Podnik dle tohoto testu nevyniká výbornou bonitou, ale nemá ani problémy ve finančním hospodaření. Můžeme si povšimnout, že podnik se v letech 2003 – 2007 blíží směrem k horní hranici tzv. „šedé zóny“, avšak v letech 2008 a 2009 se pohybuje na spodní hranici šedé zóny. Podnik dle Kralickova rychlého testu dosahuje vynikající hodnocení v roce 2003 a 2006 v oblasti finanční stability a v roce 2004 v oblasti výnosové situace. Roky 2008 a 2009 jsou problematickými z hlediska provozního cash flow a EBIT.

Tab. 4.1.4.2 IN95

Výpočet / Rok	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Aktiva celkem/Cizí zdroje	1,58	1,99	2,15	1,68	2,09	3,16	3,74
EBIT/Nákladové úroky	9,11	25,88	30,42	27,39	16,79	11,23	-4,74
EBIT/Aktiva Celkem	0,10	0,21	0,18	0,14	0,12	0,09	-0,03
Tržby/Aktiva celkem	2,12	2,55	2,35	1,64	1,60	1,80	1,41
Oběžná aktiva/(Krátkodobé závazky+Krátkodobé bankovní úvěry)	1,51	1,51	2,86	1,51	1,91	3,63	3,61
Závazky po lhůtě splatnosti/Tržby	0	0	0	0	0	0	0
IN95	3,32	6,32	6,69	5,45	4,21	3,88	1,18
Vyhodnocení	dobré finanční zdraví						potencionální problémy

Zdroj: vlastní zpracování

Širší výrobní zaměření analyzovaného podniku si pro výpočet IN95 žádalo použít koeficientů pro zpracovatelský průmysl v obecné rovině (dle OKEČ – D). V příloze č. 10 jsou tyto koeficienty uvedeny. Pro účely výpočtu IN95 jsou u položky závazky po lhůtě splatnosti zvoleny nulové hodnoty z důvodu nekompletní informační základny k aplikaci analýzy). Bankrotní model IN95 hodnotí podnik v letech 2003 – 2008 jako podnik s dobrým finančním zdravím. V roce 2009 označuje situaci podniku jako potencionálně problematickou. Pro IN95 je mezní hodnota pro dobré finanční zdraví číslo 2 a vyšší. Nejlépe si podnik ve sledovaném období v tomto hodnocení vede v roce 2005 a nejhůře v roce 2009, kdy hodnocení ovlivnil výpočet EBIT/Nákladové úroky, konkrétně záporný EBIT. IN95 má od roku 2005 klesající charakter, tato situace není hodnocena pozitivně.

Tab. 4.1.4.3 IN05

Výpočet / Rok	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Celková aktiva/cizí kapitál	1,58	1,99	2,15	1,68	2,09	3,16	3,74
EBIT/nákladové úroky	9,11	25,88	30,42	27,39	16,79	11,23	-4,74
EBIT/celková aktiva	0,10	0,21	0,18	0,14	0,12	0,09	-0,03
Celkové výnosy/celková aktiva	2,12	2,55	2,35	1,64	1,60	1,80	1,41
Oběžné aktiva/(kr. závazky + úvěry)	1,51	1,51	2,86	1,51	1,91	3,63	3,61
Index 05	1,55	2,81	2,98	2,37	1,92	1,91	0,79
Vyhodnocení	šedá zóna	uspokojivé	uspokojivé	uspokojivé	uspokojivé	uspokojivé	neuspokojivé

Zdroj: vlastní zpracování

Analyzovaný podnik je hodnocen podle aktualizovaných kritérií oproti IN95. Hodnocení dle IN05 označuje situaci podniku v letech 2004-2007 jako uspokojivou ve finanční oblasti. V roce 2003 spadá podnik to tzv. šedé zóny s nevyhraněnými výsledky. Naproti tomu v roce 2009 především díky zápornému EBIT je finanční zdraví podniku hodnoceno jako neuspokojivé. Trend v této analýze je do roku 2005 rostoucí a od roku 2006 vykazuje sestupné tendence.

Tab. 4.1.4.4 Tafflerův model

Výpočet / Rok	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
X1	0,23	0,52	0,62	0,36	0,52	0,44	-0,38
X2	1,46	1,46	2,74	1,34	2,13	2,16	2,87
X3	0,39	0,40	0,29	0,39	0,21	0,18	0,10
X4	-0,17	-0,11	0,03	-0,20	-0,03	-0,06	0,14
ZT	0,35	0,52	0,74	0,40	0,59	0,54	0,21
Vyhodnocení:	Ve sledovaném období je $ZT > 0$, můžeme tedy říci, že situace pro není pravděpodobný úpadek - podnik označujeme za platebně schopný						

Zdroj: vlastní zpracování

Tafflerův bankrotní model se nesnaží předpovědět úspěšnost či neúspěšnost podniku. Odpovídá na otázku, zda analyzovaný podnik má podobný profil jako úspěšná firma, či nikoliv. Ve všech sledovaných letech podnik splňuje podmínku úspěšnosti a můžeme jej považovat za platebně schopný, není zde také pravděpodobnost úpadku podniku. V Tafflerově modelu nabývá analyzovaný podnik nejvyšší hodnoty v roce 2005, nejnižší v roce 2009. Nesledujeme opět lineární vývoj modelu, což pro podnik nemusí znamenat pozitivum. Vhodnější by byla růstová tendence nebo alespoň vyrovnaný vývoj v rámci sledovaného období.

4.2 Strategická analýza

Strategická analýza je důležitým faktorem při syntéze výsledků metod oceňování podniku. Analýza poskytuje lepší obraz o podniku a jeho hodnotě ve vztahu k prostředí, ve kterém podnik působí. Pro naše účely si vystačíme s analýzou a predikcí základních makroekonomických ukazatelů ekonomiky a rozbořem potenciálů mikroprostředí podniku s přihlédnutím k budoucímu vývoji těchto potenciálů. V rozboru potenciálů je přihlédnuto i ke slabým a silným stránkám analyzovaného podniku, včetně příležitostí a hrozeb, které podnik ovlivňují.

4.2.1 Charakteristika české ekonomiky

V roce 2009 procházela česká i světová ekonomika největším poklesem. Světový obchod kolaboval, krize probíhala na finančních trzích s mnoha krachy a nákladnými sanacemi velkých bank. Česká republika zažívá recesi od 4. čtvrtletí roku 2008. Propad ekonomiky dosáhl v 1. čtvrtletí roku 2009 mezičtvrtletně i meziročně hodnoty 3,4 % (po očištění od sezónních vlivů a pracovních dnů). Domácí poptávka klesla o 20 % nominální hodnoty dovozu i vývozu, investice klesly o 5,4 %. Snižovaly se zásoby. ČR zavedlo úspornou fiskální politiku, která se osvědčila v roce 2010. V roce 2010 vzrostl HDP ve stálých cenách o 2,3 %. Pro rok 2011 se očekává vlivem konsolidačních opatření zpomalení růstu HDP na 1,9 %.

Tab. 4.2.1.1 Vývoj vybraných reálných makroekonomických ukazatelů ekonomiky

Vybrané ukazatele reálné ekonomiky		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
HDP	%, t/r, reálně	3,6	4,5	6,3	6,8	6,1	2,5	-4,1	2,3
z toho spotřeba domácností	%, t/r, reálně	6,0	2,9	2,5	5,0	4,9	3,6	-0,3	0,4
Vývoz zboží a služeb	%, t/r, reálně	7,2	20,7	11,6	15,8	15,0	6,0	-10,8	18,0
Dovoz zboží a služeb	%, t/r, reálně	8,0	17,9	5,0	14,3	14,3	4,7	-10,6	18,0
Deflátor HDP	%, t/r	0,9	4,5	-0,3	1,1	3,4	1,8	2,5	-1,1
Míra hrubých úspor domácností	%	7,4	5,4	8,2	9,6	10,9	10,3	9,5	9,5
Souhrnná produktivita práce	%, t/r	4,7	4,3	5,2	4,9	3,3	0,8	-2,4	3,1
Energetická náročnost	%, t/r	-2,9	-2,5	-5,6	-5,2	-5,5	-5,4	-2,3	-
Průmysl - tržby	%, t/r, běžné ceny	1,2	16,1	6,9	8,5	14,1	-0,3	-15,9	9,3
Obecná míra nezaměstnanosti	%, průměr	7,8	8,3	7,9	7,1	5,3	4,4	6,7	-
Míra inflace	%, t/r, průměr	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3	1,0	1,5
Ceny průmyslových výrobců	%, t/r, průměr	-0,4	5,5	3,1	1,5	4,1	4,5	-3,1	1,2
Ceny tržních služeb	%, t/r, průměr	1,6	2,3	-0,4	3,4	1,6	3,8	1,5	-1,2

Ceny vývozu zboží	%, r/r, průměr	0,9	3,7	-1,5	-1,2	1,3	-4,6	0,2	-1,0
Ceny dovozu zboží	%, r/r, průměr	-0,3	1,6	-0,5	0,3	-1,0	-3,3	-3,5	2,0
CZK/EUR	průměr	31,844	31,904	29,784	28,343	27,762	24,942	26,445	25,290
CZK/USD	průměr	28,227	25,701	23,947	22,609	20,308	17,035	19,057	19,111

Zdroj: *Makroekonomické údaje* (dostupné z www.czso.cz, cit. 18. 4. 2011)

Průměrná míra inflace v roce 2010 byla na úrovni 1,5 % a dostala se tak na třetí nejnižší hodnotu od roku 1989. Rok 2011 byl ve znamení růstu cen elektřiny o 4,8 % k 1. 1. 2011. Očekává se, že průměrná míra inflace v roce 2011 dosáhne 2,1 % při zvýšení cen o 2,5 %. V roce 2012 se odhaduje výše inflace na 3,2 % při zvýšení cen v průběhu roku o 2,9 %. V letech 2013 a 2014 se inflace pravděpodobně bude nacházet v tolerančním pásmu inflačního cíle ČNB. Ceny vzrostly v průběhu roku 2010 o 2,3 %, vlivem zvýšení sazeb DPH a zvýšením spotřebních daní z pohonných hmot a alkoholických nápojů.

Tab. 4.2.1.2 Makroekonomická predikce vybraných ukazatelů

Vybrané ukazatele ekonomiky		2008	2009	2010	2011	2012
		predikce				
Hrubý domácí produkt	<i>růst v %, s. c.</i>	2,5	-4,1	2,3	1,9	2,3
Spotřeby domácností	<i>růst v %, s. c.</i>	3,6	-0,2	0,5	0,7	1,9
Spotřeba vlády	<i>růst v %, s. c.</i>	1,1	2,6	0,3	-3,4	-2,5
Tvorba hrubého fixního kapitálu	<i>růst v %, s. c.</i>	-1,5	-7,9	-4,6	0,7	3,2
Deflátor HDP	<i>růst v %</i>	1,8	2,5	-1,1	-0,5	2,7
Průměrná míra inflace	<i>%</i>	6,3	1,0	1,5	2,1	3,2
Zaměstnanost (VŠPS)	<i>růst v %</i>	1,6	-1,4	-1,0	0,2	0,5
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	<i>průměr v %</i>	4,4	6,7	7,3	6,9	6,5
Objem mezd a platů (dom. koncept)	<i>růst v %, b. c.</i>	8,7	0,0	0,1	2,1	4,4
Předpoklady:						
Směnný kurz CZK/EUR	-	24,9	26,4	25,3	24,1	23,5
Dlouhodobé úrokové sazby	<i>% p. a.</i>	4,6	4,7	3,7	4,1	4,3
Ropa Brent	<i>USD/barel</i>	98,0	62,0	80,0	95,0	96,0
HDP eurozóny (EA12)	<i>růst v %, s. c.</i>	0,4	-4,1	1,7	1,7	2,0

Zdroj: *Komentář k makroekonomické predikci* (dostupné z www.mfcr.cz, cit. 18. 4. 2010)

Obecná míra nezaměstnanosti dosáhla ve 4. čtvrtletí roku 2010 hodnoty 6,9 %, což znamenalo meziroční pokles o 0,6 % na sezónně očištěných datech. V roce 2011 se očekává mírný pokles nezaměstnanosti, který by měl v roce 2012 nabýt hodnoty 6,5 %. Meziroční růst průměrné mzdy byl v roce 2010 nominálně o 0,9 %, v tom v podnikatelské sféře o 2,1 % v roce 2011 se očekává růst průměrných nominálních mezd o 2,6 %, v roce 2012 pak o 4,1 %.

Oživení světového obchodu pokračuje, v roce 2010 se růst exportních trhů zastavil na hodnotě 11,7 %, v letech 2011 a 2012 očekáváme růst 7,5 % respektive 6,9 %.

4.2.2 Charakteristika odvětví [17, 27, 28]

Pro charakteristiku odvětví byla vybrána převažující činnost podniku a to výroba nábytku, která spadá do zpracovatelského průmyslu. Pro odvětví je charakteristická vysoká materiálová náročnost, která představuje až 80 % z celkových nákladů.

V období 2005 – 2007 se počet výrobních společností snižoval, v roce 2008 zvýšil, avšak rok 2009 znamenal opět pokles. Hlavní příčinou poklesu je celosvětová hospodářská krize.

Tržby za prodej dosahovaly v roce 2009 hodnoty 26,69 mld. Kč a to je o téměř 8,92 mld. Kč méně než v roce minulém. Tento pokles je dán útlumem stavebních činností vlivem ekonomické recese.

Sledujeme pokles účetní přidané hodnoty v letech 2005 – 2009 (vyjma roku 2007), pokles odpovídá vývoji ve zpracovatelském průmyslu. Největší pokles byl zaznamenán v období 2009/2008 se 17,6 %.

Odvětví v období 2005 - 2009 bylo také charakteristické poklesem počtu zaměstnanců důsledkem zvyšování produktivity práce a konkurenčních tlaků. V roce 2009 došlo oproti předchozímu roku ke snížení počtu zaměstnanců o 13,9 %. Inovační a modernizační proces je přesto hodnocen jako nedostatečný. Příčinou jsou omezené finanční zdroje a přístup k nim. V budoucnu se počítá s dalším zvyšováním produktivity práce a s tím souvisejícím uvolňováním nadbytečných zaměstnanců. Podíl osobních nákladů se snížil v roce 2009 oproti roku 2008 o 2,8 %. Produktivita práce z účetní přidané hodnoty v období let 2005 – 2009 zaznamenává vzestupnou tendenci, díky kvalitním výrobkům s vyšší přidanou hodnotou a poklesem počtu pracovníků. Podíl osobních nákladů na účetní přidané hodnotě má v tomto období také vzrůstající charakter.

V oblasti zahraničního obchodu dosahuje odvětví kladné obchodní saldo v roce 2009. Mezi hlavní vývozní teritoria v tomto období patří SRN (44 %), Slovensko, Velká Británie a Rakousko. Celkově je teritoriální umístění výrobků značně široké. Dovozní teritoria jsou na

tom obdobně, největší podíl má SRN (26 %), Polsko (25 %), Čína (9 %), dále Rakousko, Dánsko a další. Reálným předpokladem je hlavní vývoz a dovoz do států EU.

Perspektivy odvětví, shrnutí

Výsledky odvětví jsou doplněny kvalitní základnou domácích obnovitelných surovin a jsou tak předpokladem pro další růst odvětví. Pro podniky v odvětví platí aktuální zavádění nejmodernější techniky a technologie. Důležitý je také lidský faktor v oblasti řízení, vedení a kvality. Lze očekávat investice do strojů a zařízení, v menším rozsahu pak do výstavby nových kapacit a rekonstrukcí stávajících. Odvětví chybí masivnější vstupy zahraničních investorů a rozšíření zahraniční spolupráce jako celku. Přínosem v odvětví je fungování nábytkářského klastru, který vznikl v roce 2006 a sdružuje kolem 40 organizací z krajů Jihomoravský, Pardubický, Vysočina a Královéhradecký. Důležité je rozšiřování obchodních vztahů a kooperace s vnitřním trhem EU a k třetím zemím, především k Ruské Federaci. Odvětví se úspěšně vyrovnává s nástrahami globalizace celosvětového trhu a stěžejní je pro něj překonat celosvětovou ekonomickou krizi.

4.2.3 Další rozbor podniku – predikce potenciálů s přihlédnutím k mikroprostředí

Pro ucelenější pohled na podnik a jeho vývoj do budoucnosti byla zpracována analýza potenciálních podnikatelských potenciálů pro rozvoj podniku se zaměřením na podnikatelské prostředí (odběratelé, dodavatelé, okolí podniku, infrastruktura aj.), která je k nalezení v příloze č. 15. Příloha obsahuje i nastínění silných, slabých stránek, příležitostí a hrozeb pro podnik.

Závěr z analýzy je následující. V letech 2009 - 2011 lze usuzovat, že firma má prostor k rozvoji a může využít značný potenciál ke své činnosti podnikání v budoucnu.

V průběhu všech sledovaných let podnik dosahoval kladnou orientaci vektorového silového pole. Z tohoto pohledu můžeme usuzovat, že převládají silné stránky a příležitosti. Podnik využívá kvalitní výroby, využívá v době krize dotační programy a tak ještě zkvalitňuje výrobu. Z dotačních programů také vzdělává své zaměstnance a podporuje marketing. Společnost disponuje vlastním vývojovým oddělením, které se podílí na vývoji vzorků, prototypů a přípravě výroby. V blízkosti sídla podniku dojde k posílení dopravní

infrastruktury, která opět posílí pozici společnosti na trhu. Vzhledem k tomu, že je společnost zaměřena i na export, je rozvoj dopravní infrastruktury hodnocen kladně. Dynamika potenciálu nebyla splněna ani v jednom z roků. Je z toho možné usoudit, že podnik nemá zajištěnu požadovanou dynamiku transformace společnosti. Společnost by se měla zaměřit na případnou změnu technických norem.

Podnik může využít svých předností v oblasti modernizace strojního parku, vzdělávacích programů ve výrobě např. k modernizovaným strojům a zařízením, BOZP aj.; dále také v oblasti kvality výroby, čímž může předejít hrozbě zpřísnění technických norem a v neposlední řadě může využít poklesu konkurence na trhu a rozšíření výrobního sortimentu.

Podnik se může zaměřit na oblasti zřízení a využití e-shopu, např. pro domácnosti. Dobrým podmětem ke zvyšování efektivity podniku může být nižší cena oproti konkurenci, která jde v ruku v ruce se zlepšením využití kapacit. Celým procesem výroby je tedy vhodné snižovat náklady, avšak ne na úkor kvality, ale je zapotřebí vyrábět a zajišťovat chod firmy efektivním způsobem. Podnik by měl vhodně volit výrobní sortiment, který může být pro podnik silnou i slabou stránkou z pohledu trhu. Je vhodné monitorovat vývoj situace na trhu a reagovat na podměty zákazníků.

Společnost je na dobré cestě a je perspektivní, hodnotíme ji jako stabilní firmu s budoucností. Mezi hlavní rizika pro společnost s podílem exportu patří změny technických norem a právních předpisů jak v tuzemsku tak zahraničí. Společnost by se měla zaměřit dále na zkvalitňování výroby a její zefektivnění. Společnost také může využít větší možnosti spolupráce s neziskovými organizacemi.

4.3 Ocenění podniku

Cílem ocenění podniku je zjistit hodnotu podniku pro akcionáře a management podniku k datu 31. 12. 2009. Podnik bude oceněn na základě vybraných metod pro ocenění. Při výběru metod bylo přihlíženo k dostupné informační bázi o podniku a účelu ocenění. Při samotném ocenění předpokládáme, že podnik bude v budoucnu dále pokračovat ve své činnosti a nehrozí pravděpodobnost ukončení existence podniku. První zvolenou metodou pro ocenění podniku je účetní hodnota na principu historických cen, která spadá do ocenění na základě analýzy majetku. Druhou zvolenou metodou je metoda kapitalizovaných čistých výnosů pro určení objektivizované hodnoty, jedná se o metodu výnosovou. Třetí použitá metoda vychází z ekonomické přidané hodnoty a čtvrtou použitou metodou je DCF entity. Ocenění podniku na základě tržního porovnání v této diplomové práci nebude provedeno vzhledem k nedostatečné informační bázi.

K ocenění podniku za pomoci výnosových metod bude potřeba sestavit finanční plán a určit průměrné náklady kapitálu WACC.

4.3.1 Finanční plán

K ocenění podniku výnosovými metodami je zapotřebí sestavit finanční plán, který by měl obsahovat odhady z oblasti tržeb, nákladů, investic a pracovního kapitálu. Finanční plán navazuje na předchozí vývoj podniku s přihlédnutím k makroekonomickému vývoji. Je vhodné znát i dispozice podniku do budoucna z pohledu managementu. Finanční plán bude sestaven pro období let 2010 – 2014.

Odhad budoucího vývoje tržeb

Vývoj tržeb v letech 2003 – 2009 značně kolísal a meziroční nárůst dosahoval i záporných hodnot, tedy poklesu. Přesto v průměru se tržby meziročně zvyšovaly o 2,5 procentních bodů. Použití průměru pro budoucí prognózu tržeb není zde metodou adekvátní. Podnik zasáhl útlum díky ekonomické recesi, který můžeme výrazněji sledovat na vývoji tržeb v letech 2007 - 2009 a tak minulý vývoj za sledované období není zcela průkazným. Na základě konzultace s managementem a vlastníky podniku můžeme od roku 2010 opět očekávat růst tržeb, podnik se již prakticky vymanil z následků ekonomické krize a lze očekávat růst tržeb v hodnotách z let 2003 – 2006, tedy průměrný meziroční růst tržeb okolo

21 procentních bodů. V prognóze budeme přesto opatrnější a zvolíme v prvním roce prognózy růst tržeb 17 %, v druhém o 20 % a v následujících obdobích 25 %.

Odhad budoucího vývoje nákladů

Náklady podniku (náklady na prodané zboží a výkonová spotřeba) činily v průmětu 69,78 % z celkových tržeb. Budeme tedy předpokládat, že náklady se budou pohybovat zhruba na stejné úrovni i v budoucnu a pro omezení budoucích rizik v průběhu času, budou každým rokem náklady kontinuálně navyšovány o 1 procentní bod z tržeb za prodej výrobků a služeb, tzn., že v posledním roce budou navýšeny o 5 procentních bodů.

Odhad budoucího vývoje osobních nákladů

Osobní náklady jsou v každém podniku významnou položkou. V oceňovaném podniku se osobní náklady podílí na přidané hodnotě podniku v průměru 70,08 %, přičemž průměrně ročně vykazovaly hodnoty 21 999 tis. Kč. Podnik ovšem do budoucna hodlá zefektivnit tuto významnou nákladovou položku a tak budeme kalkulovat s částkou 19 000 tis. Kč. Osobní náklady určíme tedy za těchto předpokladů.

Odhad budoucího vývoje odpisů

Odpisy jsme stanovili pro budoucí vývoj ve výši 18 % z hodnoty dlouhodobého hmotného majetku k prvnímu kalendářnímu dni konkrétního roku.

Odhad budoucích ostatních provozních nákladů a výnosů

Ostatní provozní výnosy se podílí v průměru 1,1 % na celkových tržbách podniku a ostatní provozní náklady s vyloučením extrémních hodnot roku 2008 a 2009 se pohybují v průměru okolo 11,4 % z ostatních provozních výnosů. Tento předpoklad bude zakomponován do odhadu budoucích let.

Odhad budoucích nákladových a výnosových úroků

Nákladové úroky se podílí v průměru 11,75 % na celkových úročených cizích zdrojích, budeme tedy kalkulovat s touto hodnotou pro budoucí vývoj. Výnosové úroky nevykazují tendenci trvalého růstu, proto zvolíme pro odhad průměrnou roční částku ve výši 53 000 Kč. Zkusíme nasimulovat obdobné hladiny nákladových i výnosových úroků.

Odhad ostatních finančních nákladů a výnosů

Ostatní finanční náklady s vyloučením skokové hodnoty v roce 2009 se pohybují kolem hodnoty 2 300 tis. Kč a ostatní finanční výnosy dle vývoje z posledních let stanovíme na částce 1 800 tis. Kč.

4.3.2 Určení průměrných nákladů kapitálu WACC

Vypočteme jej podle vzorce (38) a k jejich výpočtu budeme potřebovat určit váhy jednotlivých složek kapitálu, náklady na vlastní a cizí kapitál.

Tab. 4.3.2.1 Váhy jednotlivých složek úročeného kapitálu

Položka	Hodnota (v tis. Kč)	Váhy
Vlastní kapitál	35 629	0,92
Úročený cizí kapitál	3000	0,08
Celkový investovaný kapitál	38 629	1

Zdroj: vlastní zpracování

Náklady na cizí kapitál vychází z krátkodobého bankovního úvěru ve výši 3 000 tis. Kč s úrokovou sazbou 10,8 % p. a. Nákladové úroky v roce 2009 jsou ve výši 324 tis. Kč. Náklady na cizí kapitál = (nákladové úroky / úročený cizí kapitál) x 100 = (324 / 3 000) x 100 = 10,8 %. Nákladové úroky lze spočítat také jako vážený aritmetický průměr krátkodobého a dlouhodobého bankovního úvěru, podnik ovšem dlouhodobý bankovní úvěr v analyzovaném období nečerpal, a tak je výsledná hodnota nákladů na cizí kapitál ve výši 10,8 % ($n_{CK}=10,8\%$).

4.3.3 Určení nákladů vlastního kapitálu

Pro určení nákladů vlastního kapitálu byla zvolena stavebnicová metoda, která je založena na součtu výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů a rizikové přírážky. Ze zdrojů Ministerstva financí ČR byly vybrány vhodné dluhopisy pro co nejdelší období, vzhledem k předpokladu pokračování existence podniku. Výnosnost těchto státních dluhopisů činí 5,7 %. Riziková přírážka dle stavebnicové metody se skládá ze součtu dílčích rizikových přírážek. Kompletní postup výpočtu rizikové přírážky je k nalezení v příloze č. 12.

Tab. 4.3.3.1 Náklady na vlastní kapitál

<i>Obchodní riziko</i>	7,01%
I. Rizika oboru	1,31%
II. Rizika trhu	1,19%
III. Rizika konkurence	1,24%
IV. Management	0,61%
V. Výrobní proces	1,49%
VI. Ostatní faktory	1,17%
<i>Finanční riziko</i>	2,18%
Riziková prémie celkem	9,19%
Bezriziková prémie státních dluhopisů	5,70%
Náklady vlastního kapitálu	14,89%

Zdroj: vlastní zpracování

Po provedení stavebnicové metody a součtu její rizikové prémie s bezrizikovou premií státních dluhopisů, jsou námi zjištěné náklady vlastního kapitálu ve výši $n_{VK} = 14,89 \%$.

Výpočet WACC

Výpočet provádíme dle vzorce (d). K výpočtu bude zapotřebí daňová sazba, která k datu ocenění činí 20 %.

WACC =

$$= 0,108 \times (1 - 0,2) \times (3\,000\,000 / 38\,629\,000) + 0,1489 \times (35\,629\,000 / 38\,629\,000)$$

WACC = 14,40 %

4.3.4 Účetní hodnota na principu historických cen

Účetní hodnota na principu historických cen slouží jako výchozí informace k určení hodnoty podniku. Její vypovídající schopnost je však nízká a slouží jako doplnění k ostatním metodám použitých k ocenění podniku. Vychází ze z rozvahy podniku a říká, za jakou částku podnik pořídil svůj majetek. V rozvaze představuje položku vlastního kapitálu.

Můžeme říci, že:

Celkový majetek podniku v účetní hodnotě	48 642 000 Kč
- celkové závazky v účetní hodnotě	13 013 000 Kč
= účetní hodnota na principu historických cen (netto hodnota podniku = vlastní kapitál)	35 629 000 Kč

Ocenění metodou účetní hodnoty na principu historických cen činí 35 629 000 Kč.

4.3.5 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Pro výpočet kapitalizovaných čistých výnosů bude použita paušální metoda, která vychází z předpokladu, že podnik bude existovat i budoucnu a bude dosahovat alespoň takových výsledků jako v minulosti. Metoda, která přímo určí hodnotu podniku pro vlastníky, se sestavuje na základě upravených výsledků hospodaření. Výchozími data pro výpočet jsou uvedena ve výkazech zisku a ztráty za období 2003-2009 v příloze č. 3.

Při zpracování budeme vycházet z předpokladu, že dlouhodobý finanční majetek je považován za majetek neprovozní, náklady vlastního kapitálu podniku jsou dle stavebnicové metody (viz. příloha 12) 14,89 % a dlouhodobá míra inflace se vyvíjí na úrovni 2,49 %.

Tab. 4.3.5.1 Dlouhodobá míra inflace

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Průměrná roční míra inflace	0,10%	2,80%	1,90%	2,50%	2,80%	6,30%	1,00%
Dlouhodobá míra inflace	2,49%						

Zdroj: vlastní zpracování; www.czso.cz

Tab. 4.3.5.2 Samotná úprava výsledku hospodaření (v tis. Kč)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Výsledek hospodaření p - řed zdaněním	3 097	7 291	7 856	11 135	7 944	4 501	-1 860
(+) odpisy	1 663	1 749	1 894	2 388	4 177	3 972	4 443
(-) finanční výnosy	-541	-721	-414	-634	-1 404	-26 000	-2 838
(-) tržby z prodeje dlouhodobého majetku	-2 687	-825	-260	-169	-65	-364	-188
(+) zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	2 178	432	0	0	49	0	0
(-) mimořádné výnosy	-141	-56	-310	-73	-117	-25	-248
(+) mimořádné náklady	1	6	28	7	433	0	1
Upravený výsledek hospodaření před odpisy	3 570	7 876	8 794	12 654	11 017	-17 916	-690
Cenový index řetězový	1,001	1,028	1,019	1,025	1,028	1,063	1,010
Cenový index bazický vztažený k roku 2009	0,844	1,153	0,884	0,906	0,931	0,990	1,000
Upravený výsledek hospodaření aktualizovaný inflací	4 230,65	6 832,19	9 948,51	13 966,11	11 828,18	-18 095,16	-690,00
Váhy	1	2	3	4	5	6	7
Upravený výsledek hospodaření aktualizovaný inflací x váhy	4 231	13 664	29 846	55 864	59 141	-108 571	-4 830

Zdroj: vlastní zpracování

Upravené výsledky hospodaření jsme upravili o inflaci, přiřadili jim váhy (dle pravidla, že nejbližší rok k přítomnosti má nejvyšší váhu) a váženým průměrem nyní z upravených výsledků spočítáme odnímatelný výnos.

Tab. 4.3.5.3 Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu po zdanění (v tis. Kč)

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy [\sum (UVH aktualizovaný inflací x váhy) / \sum vah]	1 762
Odpisy v roce 2009	4 443
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	-2 681
Daň 20 %	-536
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	-2 145

Zdroj: vlastní zpracování

Trvale odnímatelný čistý výnos jsme ponížili o odpisy roku 2009 a zdanili daňovou sazbou ve výši 20 %. Součtem výnosnosti státních dlouhodobých dluhopisů a rizikové přírážky spolu s očištěním o inflaci získáme kalkulovanou úrokovou míru, pomocí které následně vypočteme hodnotu vlastního kapitálu podniku.

Na základě neomezeného trvání podniku je vhodné pro stanovení bezrizikové premie zvolit státní dluhopisy s nejdelší dobou splatnosti. Pro zvolené období se zdají být nejvhodnější státní dluhopisy České republiky pro období 2009 – 2024, tedy s 15-ti letou dobou splatnosti a výnosem do doby splatnosti 5,7 % [27].

Tab. 4.3.5.4 Kalkulovaná úroková míra; hodnota vlastního kapitálu

Položka	Hodnota
Výnosnost státních dluhopisů dlouhodobých	5,70%
Riziková přírážka	14,89%
Inflace	2,49%
Kalkulovaná úroková míra	23,08%
Hodnota vlastního kapitálu (v tis. Kč)	-9 292

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota vlastního kapitálu je vypočtena na základě vzorce (44).

Po dosazení získáme zápornou hodnotu podniku k datu ocenění 31. 12. 2009 ve výši

- 9 292 tis. Kč.

4.3.6 Ocenění na základě EVA

Pro ocenění podniku na základě ekonomické přidané hodnoty budeme potřebovat vyčíslit jednotlivé složky základního vzorce pro EVA (viz. kap. 3.4.4). Jednotlivé postupy výpočtů složek základního vzorce EVA jsou k nalezení v příloze č. 14. WACC již máme vyčísleny ve výši 14,40 %. Dále budeme potřebovat znát okamžitou likviditu pro výpočet NOA (čistých operačních aktiv), respektive pro výpočet provozně potřebné výše peněžních toků. K datu ocenění se $L1 = 1,58$.

Ocenění budeme počítat ve dvou fázích, kdy první fáze bude zahrnovat roky 2010 – 2014 (vycházíme z finančního plánu) a v druhé fázi bude vypočítána pokračující hodnota podniku (od roku 2015). Postup a jednotlivé výpočty jsou zpracovány dle Maříka a Maříkové, 2005.

Tab. 4.3.6.1 Roční ekonomická přidaná hodnota (entity), (v tis. Kč)

Položka	1. fáze					2. fáze
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
$NOPAT_t$	697	1 426	5 427	8 586	11 081	11 081
Náklady investovaného kapitálu ($WACC_t * NOA_{t-1}$)	4 442	5 653	5 013	5 722	6 627	6 538
EVA (tis. Kč)	-3 746	-4 227	414	2 864	4 454	4 543

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 4.3.6.2 Ocenění podniku na základě ekonomické přidané hodnoty (entity), (v tis. Kč, není-li uvedeno jinak)

Položka	1. fáze					2. fáze
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EVA	-3 746	-4 227	414	2 864	4 454	4 543
WACC	14,40%	14,40%	14,40%	14,40%	14,40%	14,40%
Odúročitel	0,8741	0,7641	0,6679	0,5838	0,5104	
Současná hodnota ročních EVA	-3 274	-3 230	277	1 672	2 273	

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 4.3.6.3 Výsledný výpočet ocenění pomocí EVA

Položka	tis. Kč
Pokračující hodnota	31 548
Současná hodnota pokračující hodnoty	16 100
Současná hodnota 1. fáze	-2 283
MVA	13 818
NOA k datu ocenění	30 850
Výnosová hodnota brutto	44 668
Úročený cizí kapitál celkem k datu ocenění	0
Výnosová hodnota netto	44 668
Neoperační majetek k datu ocenění	4 779
Výsledná výnosová hodnota vlastního kapitálu	49 447

Zdroj: vlastní zpracování

Pomocí metody ocenění založené na ekonomické přidané hodnotě, jsme vyčíslili hodnotu podniku na 49 447 tis. Kč.

4.3.7 Metoda diskontovaného čistého cash flow

Metoda se zakládá na diskontovaných budoucích peněžních tocích, přičemž průměrné náklady na kapitál – WACC zde slouží jako diskontní míra. V rámci této metody bude v diplomové práci postupováno dle dvoufázové metody DCF entity. K samotnému ocenění podniku na základě této metody je zapotřebí zjistit volné peněžní toky (FCFF) do firmy pro jednotlivé roky. WACC jsou vyčísleny v textu výše.

Pro výpočet FCFF využijeme korigovaný provozní výsledek hospodaření, který najdeme v plánovaném výkazu zisku a ztráty. Nenajdeme jej přímo, ale jako rozdíl mezi celkovými tržbami a provozními náklady. Neoddělitelnou složkou k určení FCFF jsou také investice. Jednotlivé postupy výpočtů složek metody DCF entity jsou k nalezení v příloze č. 14.

Metodu volíme opět dvoufázovou, podobně jako u metody ocenění založené na EVA.

Ocenění DCF entity

Tab. 4.3.7.1 Volné peněžní toky (entity), (v tis. Kč)

Položka	1. fáze					2. fáze
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NOPAT	697	1 426	5 427	8 586	11 081	11 081
Investice netto	-8 407	4 446	-4 925	-6 287	620	0
FCFF	-7 710	5 872	502	2 299	11 701	11 081

Zdroj: vlastní zpracování

**Tab. 4.3.7.2 Ocenění podniku na základě DCF (entity),
(v tis. Kč, není-li uvedeno jinak)**

Položka	1. fáze					2. fáze
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
FCFF	-7 710	5 872	502	2 299	11 701	11 081
WACC	14,40%	14,40%	14,40%	14,40%	14,40%	14,40%
Odúročitel	0,8741	0,7641	0,6679	0,5838	0,5104	
Současná hodnota FCFF	-6 740	4 487	335	1 342	5 972	

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 4.3.7.3 Výsledný výpočet ocenění pomocí DCF entity

Položka	tis. Kč
Pokračující hodnota	76 950
Současná hodnota pokračující hodnoty	39 272
Současná hodnota 1 fáze	5 396
Výnosová hodnota brutto	44 668
Úročený cizí kapitál celkem k datu ocenění	0
Výnosová hodnota netto	44 668
Neoperační majetek k datu ocenění	4 779
Výsledná výnosová hodnota vlastního kapitálu	49 447

Zdroj: vlastní zpracování

Dle metody diskontovaného čistého cash flow (DCF entity), jsme určili hodnotu podniku také na 49 447 tis. Kč.

5 Zhodnocení výsledků

Z výstupů finanční analýzy a predikčních modelů můžeme podnik doporučit:

Zlepšení v oblasti ukazatelů doby obratu krátkodobých pohledávek a krátkodobých závazků. Doba obratu krátkodobých pohledávek nabývá v posledních čtyřech letech sledovaného období hodnot, které jsou vyšší než hodnoty ukazatele obratu krátkodobých závazků. Tato situace není příznivá, protože podnik hradí své krátkodobé závazky za kratší dobu, než inkasuje platby za krátkodobé pohledávky. Takovýto stav může mít za následek pokles likvidity, zhoršení cash flow a finanční problémy vážnějšího charakteru. Je vhodné tuto situaci zlepšit a zavést příslušná opatření. Zkrácení doby obratu krátkodobých pohledávek může být dosaženo např. zkrácením lhůt splatnosti pohledávek, zavedením nebo navýšením úroků z prodlení při opožděných platbách, placením záloh i u malých zakázek, auditem dlouhodobých odběratelů, navázáním lepších mezipodnikových vztahů, zavedením paušálních plateb u opakujících se (objednávek) dodávek, aktivním vyhledáváním nových stálých odběratelů pro rozšíření portfolia dodavatelů (je třeba přihlížet na efektivnost jednotlivých opatření). Dalším vhodným opatřením je prodloužení doby splatnosti u dodavatelů podniku, podnik by tak mohl finanční prostředky do doby zaplacení využít adekvátnějším způsobem (zhodnocení v bance, investice přinášející větší zhodnocení než úrok v bance) a využít tak vysoké likvidity podniku.

Vysoká likvidita podniku se podílí i na snížení rentability vlastního kapitálu, je proto vhodné likviditu podniku snížit, a to nejlépe do oblasti doporučovaných hodnot. Oblast rentability podniku přitom vykazuje klesající trend. Tento nevhodný vývoj může podnik ovlivnit např. snížením nákladů na energie (zateplení budov, využití solární energie, řízenou rekuperaci tepla v budovách aj.), efektivnějším využitím výrobních zařízení a výrobních kapacit (zkrácení doby seřizování strojů, normováním spotřeby času, plánováním oprav a údržby strojů bez pozastavení výroby), zvyšováním obratu zásob (toto se podniku daří), úsporami z rozsahu. V obecné rovině je vhodné zlepšení využití celkových aktiv, vlastního kapitálu a navýšení zisku.

Podnik vykazuje výbornou schopnost hradit své závazky dle vývoje čistého pracovního kapitálu a již zmíněných ukazatelů likvidity. Podnik můžeme považovat za finančně stabilní podle koeficientu samofinancování a ukazatelů zadluženosti. Celkově hodnotíme finanční zdraví podniku jako dobré. Dle predikčních a bankrotních modelů není předpovídán úpadek podniku. Pouze v roce 2009 jsou podniku předpovídány potencionální

problémy v oblasti finančního zdraví. Je to dáno především doléhající ekonomickou recesí, která se projevuje ve výsledcích FA i v předchozích letech. Dle vlastníků podniku se očekává v roce 2010 a v následujících obdobích vymizení vlivu ekonomické recese a návrat k pozitivnímu vývoji, zejména v oblasti tržeb.

Na základě vybraných použitých metod pro ocenění podniku, jsme určili hodnotu podniku k 31. 12. 2009 takto:

Tab. 5.1 Aplikované metody a jejich výsledky

Metoda	Hodnota (v tis. Kč)
Účetní hodnota na principu historických cen	35 629
Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	-9 292
Metoda ekonomické přidané hodnoty	49 447
Metoda diskontovaného čistého cash flow	49 447

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota podniku ve výši 35 629 tis. Kč byla určena pomocí majetkového ocenění na principu historických cen. Jedná se o hodnotu účetní a má omezenou vypovídací schopnost. Nepředpokládá se u ní pokračující existence podniku a výnosy z toho vyplývající. Druhou použitou metodou ocenění byla metoda kapitalizovaných čistých výnosů, která nezaložena na předpokladu, že budoucí výnosy budou minimálně v takové výši, jakých podnik dosáhl v minulosti. Vzhledem k tomu, že podnik byl k roku ocenění ve ztrátě, vyšla výsledná hodnota této metody založené na upravených výsledcích hospodaření ve výši – 9 292 tis. Kč. Třetí použitou metodou je ocenění pomocí ekonomické přidané hodnoty, která měří ekonomický zisk, tedy takový zisk, kdy jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady na kapitál. Výsledná hodnota podniku za pomoci ocenění touto metodou je ve výši 49 447 tis. Kč. Poslední aplikovanou metodou je metoda diskontovaného čistého cash flow. Pro metodu jsou důležité budoucí investiční výdaje a hodnota podniku byla takto určena také na 49 447 tis. Kč k datu ocenění. Pro poslední dvě zmíněné metody bylo zapotřebí odhadnout finanční plán do budoucnosti. Zde jsme odhadli jednotlivé položky finančního plánu na základě vývoje účetních výkazů v minulosti a na základě konzultace s managementem podniku.

Mezi jednotlivými metodami jsou odlišnosti ve výsledném ocenění hodnoty podniku, díky rozdílným úhlům pohledu na stanovení hodnoty podniku. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů klade důraz na předchozí vývoj podniku, kdežto metoda ekonomické přidané hodnoty a metoda diskontovaného čistého cash flow započítává budoucí působení podniku na trhu skrze finanční plán společnosti.

6 Závěr

Diplomová práce si klade za cíl aplikovat zvolené metody pro oceňování podniku ZK Design, a. s. a to pro účely určení objektivizované hodnoty podniku, která bude sloužit vlastníkům a managementu společnosti. Ocenění bylo provedeno k 31. 12. 2009. Vlastní ocenění podniku bylo podloženo provedením finanční analýzy, včetně vybraných bankrotních a bonitních modelů, za období sedmi let a zpracováním strategické analýzy. Strategická analýza byla založena na zhodnocení a predikci makroprostředí podniku, včetně rozboru mikroprostředí podniku pomocí analýzy a budoucího vývoje potenciálů podniku (viz. příloha č. 15). Ve strategické analýze byl brán zřetel i na hodnocení vývoje odvětví, ve kterém podnik působí.

Po provedení finanční analýzy a strategické analýzy můžeme konstatovat, že analyzovaný podnik je finančně stabilní s dobrým finančním zdravím a není mu předpovídan úpadek. Rizikovým rokem byl rok 2009, kdy na společnost nejvíce dolehly následky celosvětové hospodářské krize. Do budoucna očekává management podniku a vlastníci návrat minimálně ke stejné progresivnímu vývoji, jako před celosvětovou finanční krizí.

Odvětví, ve kterém podnik působí je předpokladem pro další rozvoj a růst společnosti. V odvětví jsou očekávány investice do moderních technologií a zvyšování lidského kapitálu v oblasti řízení a kvality. Celkově se jedná o odvětví, u kterého se po překonání ekonomické recese očekává růstová tendence.

Podnik již v současné době využívá předností vycházejících z moderního strojního parku, ze vzdělávacích programů pro zaměstnance a z celkové kvality poskytovaných služeb. Management podniku se úspěšně daří využívat možností v podobě dotací z Evropských fondů pro regionální rozvoj a Ministerstva průmyslu a obchodu ČR.

Společnost je i přes následky ekonomické recese stabilizovanou a hodnotíme ji jako perspektivní společnost s progresivním vývojem na trhu.

Samotné ocenění podniku, respektive hodnota podniku se bude pohybovat k datu ocenění v rozmezí hodnot 35 629 tis. Kč a 49 447 tis. Kč s přihlédnutím k záporné hodnotě metody kapitalizovaných čistých výnosů – nepřikládáme ji až takovou váhu, vzhledem k povaze záporného výsledku hospodaření k datu ocenění podniku, ale přesto ji zohledníme. Lze tedy předpokládat, že výsledná hodnota podniku se bude pohybovat řádově o několik tis. Kč níže, než je výsledná hodnota určená za pomoci metody EVA a metody diskontovaného

čistého cash flow. Při sestavování finančního plánu pro ocenění podniku jsme se snažili nebýt příliš optimističtí, ale předpovídat vývoj na základě minulých dosažených výsledků společnosti.

V budoucnu je pro podnik důležité dále dbát na kvalitu výrobků a snižování nákladů, které jsou rozebrány v části zhodnocení výsledků. Mezi hlavní aspekty úspěchu podniku můžou být vstupy na nové zahraniční trhy a zvyšování tržního podílu.

Seznam použité literatury

Knižní zdroje:

- [1] BEŇOVÁ, K. *Podnikové finance*. 1. vyd. Ostrava: Vysoká škola podnikání v Ostravě, 2005. 129 s. ISBN 80-86764-27-3.
- [2] DVOŘÁČEK, J. *Interní audit a kontrola*. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha: C. H. Beck, 2003. 202 s. ISBN 80-7179-805-3.
- [3] DAMODARAN, A. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2 nd ed. New York: Wiley & Sons. 2006, 685 s. ISBN 0-471-75121-9.
- [4] GRUBLOVÁ, E. a kol. *Podniková ekonomika*. 1. vyd. Ostrava: Repronis, 2004. 438 s. ISBN 80-86122-75-1.
- [5] GRÜNWALD, R.; HOLEČKOVÁ J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 2. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomická, 1999. 197 s. ISBN 80-7079-587-5.
- [6] JANOK, M. a kol. *Ukazovatele finanční analýzy podniku*. 1. vyd. Bratislava: MIKA – Konzult, 2000. 115 s. ISBN 80-967295-8-6.
- [7] KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2004. 714 s. ISBN 80-7179-802-9.
- [8] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha: C. H. Beck. 2001, 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [9] KISLINGEROVÁ, E.; HNILICA, J. *Finanční analýza krok za krokem*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005. 137 s. ISBN 80-7179-321-3.
- [10] KISLINGEROVÁ, E.; NEUMAIEROVÁ, I. *Vybrané příklady firemní výkonnosti podniku*. 1. vyd. Praha: VŠE, 1996. 242 s. ISBN 80-7079-641-3.
- [11] KOLEKTIV. *Finanční řízení v praxi*. 1. vyd. Praha: 3 x 3, 1998. 467 s.
- [12] KOVANICOVÁ, D.; KOVANIC, P.. *Poklady skryté v účetnictví. Díl II : Finanční analýza účetních výkazů*. 3.vyd. Praha : Polygon, 1997. 6288 s. ISBN 80-859-6756-1.
- [13] KRABEC, T. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing. 2009, 264 s. ISBN 978-247-2865-0.
- [14] LANDA, M. *Jak číst finanční výkazy*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2008. 176 s. ISBN 978-80-251-1994-5.
- [15] MAŘÍK, M. A kol. *Metody oceňování podniku*. 2. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress. 2007, 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

- [16] MAŘÍK, M. *Oceňování podniků*. 1. vyd. Praha: Express, 1996. 111 s.
ISBN 901991-1-9.
- [17] MAŘÍK, M. *Určování hodnoty firem*. 1.vyd. Praha : Ekopress, 1998. 206 s.
ISBN 80-861-1909-2.
- [18] MAŘÍK, M.; MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-861-1961-0.
- [19] MRKVIČKA, J.; KOLÁŘ, P. *Finanční analýza*. 2. přeprac. vyd. Praha: ASPI, 2006. 228 s. ISBN 80-7357-219-2.
- [20] RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2007. 118 s. ISBN 978-80-247-1386-1.
- [21] SEDLÁČEK, J. *Finanční analýza podniku*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2007. 154 s. ISBN 978-80-251-1830-6.
- [22] SYNEK, M. a kol. *Manažerská ekonomika*. 4. aktualiz. vyd. Praha: Grada Publishing, 2007. 464 s. ISBN 978-80-247-1992-4.
- [23] VALACH, J. a kol. *Finanční řízení podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1997. 247 s. ISBN 80-901991-6-X.

Internetové zdroje:

- [24] <http://www.czso.cz>
- [25] <http://www.ekonomika.idnes.cz>
- [26] <http://www.justice.cz>
- [27] <http://www.mfcr.cz>
- [28] <http://www.mpo.cz>
- [29] <http://www.ucetnisvet.cz>
- [30] <http://www.zkdesign.cz>

Ostatní zdroje:

- [31] *International Valuation Standards 2005*. 7. vyd. London: Internacionál Valuation Standards Committe, 2005.
- [32] MIKOLÁŠ, Z.: *Podniková ekonomika a management*, VŠB-TU Ostrava - EKF, 2010.

Seznam zkratek

A	aktiva
aj.	a jiné
angl.	anglicky
atd.	a tak dále
AZ	absolutní změna
b. c.	běžné ceny
CF	angl. cash flow; peněžní tok; výkaz peněžních toků
CS	hodnocení celkové situace
CZ	cizí zdroje
ČNB	Česká národní banka
ČPK	čistý pracovní kapitál
DCF	diskontovaný peněžní tok; metoda diskontovaného peněžního toku
EAT	angl. Earnings after taxes; hospodářský výsledek za účetní období, jinak též „čistý zisk“ (po zdanění)
EBIT	angl. Earnings before interest and taxes; zisk před úroky a zdaněním
EBT	angl. Earnings before taxes; hospodářský výsledek před zdaněním
EVA	ekonomická přidaná hodnota; metoda ekonomické přidané hodnoty
FA	finanční analýza
FCF	angl. free cash flow; volný peněžní tok
FCFF	angl. free cash flow to firm; volný peněžní tok do firmy
FS	hodnocení finanční stability
KBU	krátkodobé bankovní úvěry
KPVH	korigovaný provozní výsledek hospodaření
KZ	krátkodobé závazky
L1	Likvidita prvního stupně
L2	Likvidita druhého stupně
L3	Likvidita třetího stupně
mld.	miliarda
MVA	market value added; tržní přidaná hodnota
např.	například
NOA	angl. net operating assets; čistá operační aktiva
NOPA	angl. net operating profit after taxes; zisk z operační činnosti podniku po dani
T	
OA	oběžná aktiva
OKEČ	odvětvová klasifikace ekonomických činností
p. a.	per annum; za rok
r.	rok
r/r	vyjadřuje procentní změnu průměrné cenové hladiny za dvanáct měsíců roku proti průměrné cenové hladině dvanácti měsíců předchozího roku
ROA	angl. return on assets; rentabilita celkového kapitálu (aktiv)
ROC	angl. return on costs; rentabilita nákladů
ROE	angl. return on equity; rentabilita vlastního kapitálu
ROI	angl. return on investment; rentabilita vloženého kapitálu
ROS	angl. return on sales; rentabilita tržeb
s. c.	stálé ceny
T	výnosy

tab.;	
Tab.	tabulka
tis. Kč	tisíce Kč
tzn.	to znamená
tzv.	takzvaný
U	nákladové úroky
UVH	upravený výsledek hospodaření
VH, HV	výsledek hospodaření
viz. kap.	k vidění v kapitole
VS	hodnocení výnosové situace
VZZ	výkaz zisku a ztráty
WACC	angl. weighted average cost of capital; průměrné vážené náklady kapitálu
ZPL	závazky po lhůtě splatnosti

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byl seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 29. dubna 2011

.....
jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

Hlavní 102, 747 64 Horní Lhota

Seznam příloh

- Příloha č. 1 Seznam použitých vzorců
- Příloha č. 2 Rozvaha 2003 - 2009
- Příloha č. 3 Výkaz zisku a ztráty 2003 – 2009 rozšířený o výpočet EAT, EBT, EBIT
- Příloha č. 4 Výkaz cash flow 2003 - 2009
- Příloha č. 5 Horizontální analýza rozvahy
- Příloha č. 6 Procentní analýza rozvahy
- Příloha č. 7 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty
- Příloha č. 8 Procentní analýza výkazu zisku a ztráty
- Příloha č. 9 Grafické zobrazení rozkladu ROA, ROE
- Příloha č. 10 Koefficienty pro index důvěryhodnosti IN95
- Příloha č. 11 Komplexněji pojaté tabulky výpočtů poměrových ukazatelů, Du Pontova pyramidového rozkladu, bankrotních a bonitních modelů jinde neuvedené
- Příloha č. 12 Náklady na vlastní kapitál - výpočet dle stavebnicové metody
- Příloha č. 13 Finanční plán – plánované výkazy Rozvahy, Výkazu zisku a ztráty, CF
- Příloha č. 14 Výpočty složek základního vzorce EVA a Metody diskontovaného čistého cash flow
- Příloha č. 15 Rozbor podniku ke strategické analýze – predikce potenciálů